




Jean-Baptiste **TOURNIER**
Jean-Claude **TOURNIER**

# ÉVALUATION D'ENTREPRISE

## Que vaut une entreprise ?

4e édition



# ÉVALUATION D'ENTREPRISE

*Que vaut une entreprise ?*

Éditions d'Organisation
Groupe Eyrolles
61, bd Saint-Germain
75240 Paris cedex 05

www.editions-organisation.com
www.editions-eyrolles.com

**Chez le même Éditeur**

Pierre Cabane, *L'essentiel de la finance*, 2003

Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, *La stratégie de la valeur*, 2002

Hervé Hutin, *Toute la finance*, 2004

Jean Lochard, *Les ratios qui comptent*, 2002

Jean-Claude Tournier, *Mieux comprendre le traité d'Amsterdam*

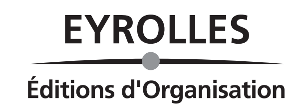

ISBN : 978-2-212-53834-2

Jean-Baptiste TOURNIER
Jean-Claude TOURNIER

# ÉVALUATION D'ENTREPRISE

## *Que vaut une entreprise ?*

*Quatrième édition*



# SOMMAIRE DÉTAILLÉ

## Première partie : Préparer l'évaluation

## Deuxième partie : Évaluer

## Troisième partie : Évaluer dans le cadre de situations particulières

# AVANT-PROPOS

La nouvelle édition de cet ouvrage répond en premier lieu à l'évolution constante des principes et techniques qui entourent l'évaluation des entreprises. Elle se donne également comme objectif de proposer un panorama le plus exhaustif possible des méthodes d'évaluation.

Comme dans les éditions précédentes, ce livre est rédigé de telle sorte qu'il soit accessible aux personnes pas nécessairement averties par la « chose » financière, même si elles ont un intérêt, général ou ponctuel, pour l'évaluation.

Nous sommes partis du principe que les modèles mathématiques, qui font le bonheur des experts en évaluation, sont, à eux seuls, largement insuffisants pour rendre compte des pratiques implicites d'évaluation. On constate fréquemment, notamment dans le cas des petites entreprises, qu'une valeur de cession est fixée de façon en partie intuitive. C'est un raisonnement élaboré en parallèle qui confirmera ou infirmera le cas échéant la valeur.

De plus, dans une société de plus en plus orientée vers les services, ce sont souvent la valeur des dirigeants et leur motivation qui l'emportent sur le résultat issu d'une formule.

Dans les structures complexes, l'enjeu portera principalement sur la difficile collecte des données économiques et financières très concrètes, fondements des modèles d'évaluation. La détermination réaliste des chiffres qui servent de base aux modèles utilisés est primordiale et certainement plus importante que les modèles eux-mêmes car ils rendent compte de la réalité économique dans laquelle évolue l'entreprise considérée.

Indépendamment de leur aura mathématique, les modèles ne doivent pas faire perdre à certains experts le sens des réalités. Selon une phrase tirée d'un ouvrage collectif de 1961, « l'évaluateur inexpérimenté s'accroche trop souvent à la formule comme à une bouée et se laisse drosser par le courant, sans le gouvernail de l'esprit critique » (UEC « L'évaluation des entreprises », Dunod).

Partant de l'environnement propre à chaque entreprise évaluée, cet ouvrage donne le plus d'exemples économiques et réalistes possible qui permettent d'illustrer les méthodes d'évaluation utilisées. L'objectif recherché consiste à rendre ce livre accessible au plus large public possible. Ce public englobe les professionnels ayant besoin d'évaluer une entreprise ainsi que les très nombreux particuliers intéressés et les étudiants poursuivant une formation liée à la gestion (économie, finance, droit…).

## Clés d'accès

### Introduction

**1. Le contexte économique des évaluations d'entreprise**

- Les évaluations d'entreprises se multiplient…
- ...dans un contexte de plus en plus international.
- Il en résulte l'adoption de pratiques d'évaluation qui tendent à se standardiser à travers le monde.

  *Avec toutefois le problème des normes comptables différentes :*
  *« internationales, américaines, européennes, nationales ; »*
  ➜ *d'où des retraitements éventuels.*

**2. Pourquoi évaluer une entreprise ?**

*La nécessité d'une évaluation se présente dans les cas ci-après avec des points de vue sur cette évaluation, chaque fois spécifiques*

- Réaliser un investissement
  ➜ industriel (en principe à long terme)
  ☞ *Méthodes d'évaluation lourdes*
  ➜ financier (en principe à court terme)
  ☞ *Méthodes d'évaluation légères*
- Désinvestir
  ☞ *Méthodes lourdes ou légères selon le cas*
  Cas de la petite entreprise rachetée par un grand groupe
  Cas d'une entreprise en difficulté
- Évaluer une entreprise dans le cadre d'une succession
- Déterminer un cours d'introduction d'une société en Bourse
- Calculer des parités d'échange en cas de fusion de deux sociétés
- Répondre pour les sociétés cotées, aux obligations réglementaires

**3. Comment évaluer une entreprise ?**

- Préparer l'évaluation
- Évaluer,
- ...parfois dans un cadre particulier

**4. Méthode d'exposition**

# INTRODUCTION

## 1. Le contexte économique des évaluations d'entreprises

### ■ *Les évaluations d'entreprises se multiplient...*

Évaluer une entreprise est un acte très fréquent dans la vie économique contemporaine.

En effet, dans une société de plus en plus soumise aux lois du marché aujourd'hui mondialisé, tout s'achète et se vend, à un rythme rapide.

L'entreprise n'échappe pas à ces mécanismes de transactions accélérées. Rien qu'en France, 50 000 entreprises changent de mains chaque année. Par ailleurs, dans beaucoup de pays, l'accentuation du libéralisme, accompagné souvent de privatisations, multiplie le nombre de firmes qui peuvent faire l'objet de cessions.

D'autre part, à côté des opérations portant sur une entreprise entière, le développement des échanges en Bourse accroît la nécessité d'évaluer une société, au moins de façon sommaire, lorsqu'on en acquiert ou qu'on en vend une partie, si petite soit-elle.

L'adoption depuis quelques années des normes comptables IFRS et les nouvelles obligations qui en ont résulté pour les sociétés cotées, renforcent également la nécessité de comprendre les mécanismes de l'évaluation d'entreprise.

### ■ *...dans un contexte de plus en plus international*

La multiplication des transactions relatives aux entreprises et donc des évaluations, se fait dans un climat de plus en plus international.

Les cessions de firmes d'une certaine importance mettent en relation, assez fréquemment aujourd'hui, des vendeurs et acheteurs de différentes nationalités.

Par exemple, une entreprise d'un pays A sera vendue par son propriétaire qui pourra avoir la nationalité d'un autre pays (B), à un acquéreur, lui-même ressortissant de l'État C. Les privatisations, régulières dans les pays qui, comme la France, ont constitué une puissance économique publique forte au cours de la seconde moitié du XXe siècle, conduisent à mettre sur le marché financier mondial des sociétés qui seront achetées par de nombreux acquéreurs de différents pays.

### ■ *Il en résulte l'adoption de pratiques d'évaluation qui tendent à se standardiser à travers le monde*

Compte tenu de l'influence des normes financières anglo-saxonnes, les pratiques d'évaluation sont souvent inspirées des méthodes nord-américaines ou britanniques.

Cependant les méthodes en cause nécessitent des données homogènes, notamment en ce qui concerne les bases comptables de l'évaluation. Or, des conflits peuvent exister en particulier entre les différents niveaux de normes existants :

- normes internationales émanant de l'International Accounting Standards Board (IASB), institut qui a pris la succession en 2001 de l'IASC ;
- normes américaines du Federal Accounting Standards Board (FASB) ;
- normes britanniques de l'Accounting Standards Board (ASB) ;
- normes d'autres pays, dont la France (normes du Conseil National de la Comptabilité - CNC).

## 2. Pourquoi évaluer une entreprise ?

Les cas où il est nécessaire de procéder à une évaluation d'entreprise sont très nombreux, comme indiqué au début de cette introduction. La spécificité de chaque situation entraîne des points de vue sur les méthodes à utiliser parfois différents.

On évoquera ci-après les principaux cas d'évaluation.

### ■ *Réaliser un investissement*

*a) à caractère industriel*

Il s'agit là du cas le plus classique d'acquisition et d'évaluation d'entreprise.

Un investisseur procède à un investissement de longue durée dans une entreprise dont il achète la majorité ou un pourcentage du capital tout à fait significatif. La proportion de titres acquis lui permettra d'intervenir plus ou moins librement dans la gestion de la société, objet de la transaction.

Dans ce contexte, un tel investissement justifie des méthodes d'évaluation approfondies. L'ampleur des travaux est fonction de la dimension de la transaction (importance de la firme et du pourcentage de titres à acquérir).

*b) à caractère financier*

Un investissement à caractère financier se distingue en général du cas précédent par le niveau plus restreint de la part acquise. L'acquéreur cherche à obtenir un rendement ou une plus-value sur la portion d'entreprise achetée. Il ne vise donc pas, en principe, une immobilisation à long terme de son « placement ».

Un investissement financier peut être la simple acquisition d'actions en Bourse par un particulier ou un institutionnel. Ce peut être aussi un faible pourcentage acquis en direct, hors marché financier. Naturellement, ce dernier procédé est toujours utilisé dans le cas d'une entreprise non cotée.

En tout état de cause, un tel investissement, très minoritaire, nécessite des moyens d'évaluation moins développés que dans le cas précédent.

### ■ *Désinvestir*

Le désinvestissement relève de la même problématique que ci-dessus en matière d'évaluation mais vue sous l'angle du vendeur ou du cédant.

Au-delà des cessions sans caractéristiques particulières, le vendeur peut se trouver dans des situations spéciales, dont on citera les principales :

- céder une petite entreprise à un groupe important,
- céder une entreprise en difficulté.

Dans ce dernier cas, le vendeur est bien souvent obligé d'accepter l'évaluation de l'acquéreur à moins qu'il ne puisse susciter une surenchère entre plusieurs candidats à la reprise.

Plus généralement, les logiques d'évaluation dépendent souvent de la situation des acheteurs par rapport aux vendeurs. Ainsi l'évaluation ne prendra pas la même importance selon qu'il y a un vendeur et plusieurs acheteurs ou, dans le cas extrême inverse, un acheteur ayant le choix face à de nombreux vendeurs plus ou moins en concurrence (c'est le cas des secteurs en restructuration dans lequels les petits entrepreneurs souhaitent s'adosser à un groupe plus important, au même moment).

Toutefois, si le résultat de l'évaluation peut différer d'une situation à l'autre, la méthode reste peu ou prou similaire. Seul le rapport de forces entre les négociateurs influencera le chiffrage de cette évaluation.

### ■ *Évaluer une entreprise dans le cas d'une succession*

Dans une telle situation, il y a un changement de propriétaire familial mais pas de cession (celle-ci peut intervenir ensuite vers un tiers). L'évaluation est faite pour le calcul des droits de succession. Dans ce schéma, l'évaluation est en grande partie régie par les méthodes de l'Administration.

### ■ *Déterminer un cours d'introduction d'une société en Bourse*

L'évaluation réalisée dans ce cas de figure est, bien entendu, fortement influencée par les méthodes de calcul plus spécialement retenues en Bourse et par le souci des dirigeants de réussir l'introduction au regard des conditions du marché financier à ce moment-là.

### ■ *Calculer les parités d'échange en cas de fusion de deux sociétés*

Les calculs de parité sont en général très délicats. En effet, il ne s'agit plus d'évaluer une seule entreprise mais deux firmes, avec, en plus, une vue perspective de l'une par rapport à l'autre.

L'évaluation peut prendre aussi une tournure particulière lorsque la fusion s'effectue entre deux sociétés détenues en totalité par un même dirigeant. Ce seront parfois plus des considérations comptables et fiscales que des soucis financiers et économiques qui seront prises en compte. Ce cas de figure se rencontre souvent au sein de groupes de petite taille, qui se restructurent au plan juridique pour simplifier leur présentation vis-à-vis des tiers.

Au niveau des groupes importants, le point de vue peut être différent. Les fusions initiées par une maison-mère ont le plus souvent pour objet de permettre des économies résultant du regroupement de certains services.

### ■ *Répondre, au moins pour les sociétés cotées, à certaines obligations réglementaires*

Certaines obligations découlent de l'application des nouvelles normes IFRS. Au moins une fois par an, les actifs et passifs significatifs d'une société doivent être évalués de manière à vérifier que la valeur qui apparaît au bilan correspond effectivement à une juste valeur (« fair value » en anglais).

Dans un autre contexte comme, par exemple, lors d'une offre publique de retrait (OPR), la réglementation impose de faire évaluer la société visée par un expert indépendant. Ce dernier, conformément aux recommandations faites par l'AMF, établira une attestation d'équité. Cette attestation permettra de valider la valeur retenue comme valeur d'équité, ce qui confortera les actionnaires minoritaires obligés de céder leurs titres.

## 3. Comment évaluer une entreprise ?

### ■ *Préparer l'évaluation*

- Les travaux d'évaluation sont effectués dans un cadre et avec des données déterminées. Cet environnement économique de l'évaluation sera donc étudié, ainsi que les grandes notions ou paramètres de calcul utilisés.
- On examinera ensuite, de façon approfondie, les retraitements à effectuer sur les données fournies.

La préparation de l'évaluation est une phase aussi importante que l'évaluation elle-même, si l'on veut que celle-ci aboutisse à un montant qui satisfasse les deux parties et permette donc la transaction envisagée.

### ■ *Évaluer...*

On considérera alors les méthodes d'évaluation proprement dites.

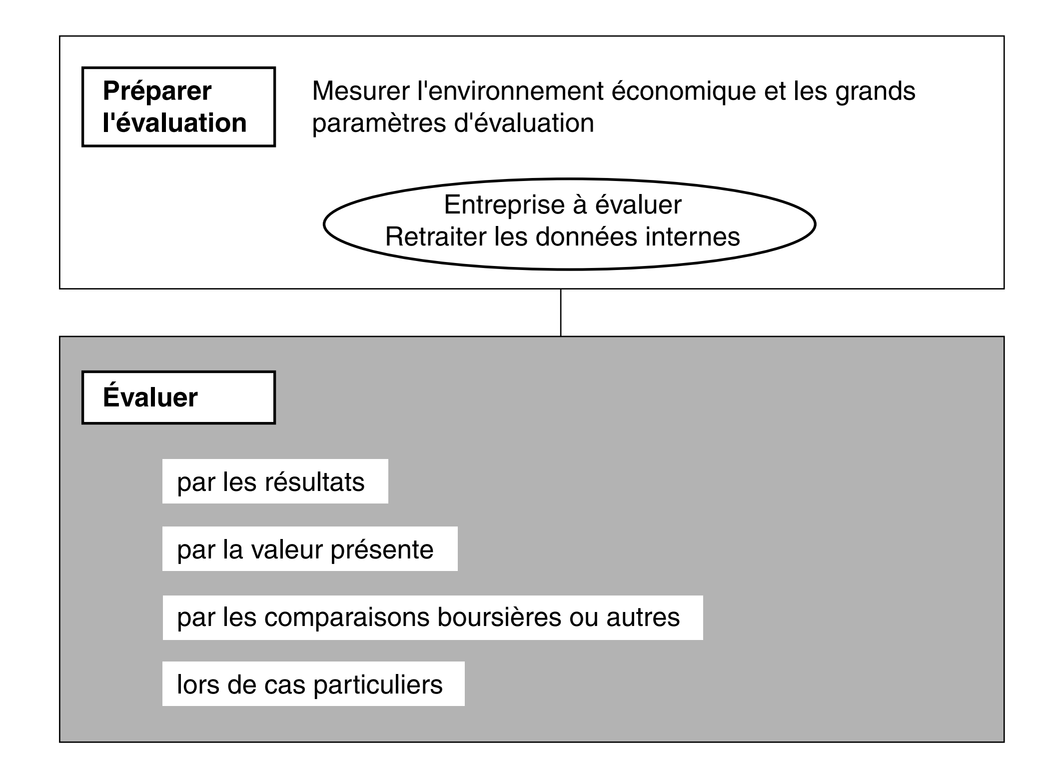
- L'entreprise a pour but de dégager des résultats ; aussi sa valeur est essentiellement celle de ses résultats futurs ou flux, actualisés à partir de son compte de résultat.
- À côté de ce calcul, existe aussi une estimation de la « valeur à la casse » de chacun des éléments de l'entreprise pris séparément, ou valeur patrimoniale, calculée à partir du bilan.
- Enfin, la Bourse donne des évaluations de l'entreprise ou d'entreprises similaires.

### ■ *...parfois dans un cadre particulier*

- On terminera par l'examen d'un certain nombre de questions sous-jacentes ou particulières.

L'ensemble de la démarche suivie est résumé dans le graphique ci-après.

**Que vaut une entreprise ?**




## 4. Méthode d'exposition

Comme indiqué dans l'avant-propos, l'étude sera conduite dans le langage le plus simple possible, en évitant un appareillage et des formules trop compliqués.

Il ne faut pas oublier que la plupart des transactions concernant les entreprises ont lieu entre des personnes qui ne sont pas des spécialistes de la finance.

Or il est essentiel, notamment, que l'acquéreur comprenne intégralement chacun des termes de l'évaluation. En fait, le résultat de cette évaluation et la gestion qu'envisage de mener cet acquéreur sont étroitement liés. Le prix proposé est fonction des desseins de l'acheteur potentiel. Celui-ci ne peut donc s'en remettre entièrement à un spécialiste pour déterminer ce prix.

Par ailleurs, les éléments prévisionnels, supportés par des formules complexes, ne sont pas plus fiables que ceux qui reposent sur des assiettes simplifiées.

On citera donc, pour que le lecteur en ait connaissance, mais sans s'y attarder, les constructions complexes bâties par certains experts. Il ne faut pas les ignorer car

l'interlocuteur peut en faire usage à des fins déterminées. Il ne faut pas non plus leur accorder une infaillibilité qu'elles n'ont pas plus que celles obtenues avec des raisonnements simples fondés sur la connaissance du marché et le bon sens.

De manière générale, il convient de rappeler « qu'il n'existe pas de valeurs absolues, car ce ne sont pas les choses qui nous imposent leurs valeurs, mais c'est l'homme lui-même qui les fixe »[1].

La valeur ne trouve sa justification à propos du bien auquel elle s'applique qu'en fonction de ceux qui s'intéressent au bien en cause.

Tout cela est vrai aussi bien dans le cadre des entreprises traditionnelles que pour celles se fondant sur les nouvelles technologies.

En ce qui concerne ces dernières firmes, un examen attentif montre que leur évaluation suit en fait les mêmes critères que celle des entreprises classiques.



1. Cité par VIEL, BREDT et RENARD dans *L'évaluation des entreprises et des parts d'entreprise*, Dunod, 1971.

# Première partie

## Préparer l'évaluation

## Clés d'accès

### Chapitre 1 - Les différents environnements de l'évaluation

**I. - Qui intervient ?**

**1. Les acteurs et leur position de force relative**

- Les acteurs principaux

| | |
|---|---|
| Acheteur<br>Vendeur | *Situation bien différente selon qu'il s'agit d'une transaction minoritaire ou d'une opération d'acquisition majoritaire.* |

- Leurs auxiliaires

| | |
|---|---|
| Cabinets d'audit<br>Banques conseil } | *Les auxiliaires classiques* |
| Expert indépendant<br>et autres conseils spécialisés | *De nouveaux intervenants* |

**2. Y a-t-il un arbitre ?**

**II. - Quelle est l'étendue de l'évaluation ?**

- Évaluation strictement financière
- Évaluation globale

  avec audits industriel, marketing, juridique et fiscal, social informatique, environnemental

**III. - Quelles sont les données fournies ?**

**1. Étendue des données**

- Données passées et prévisionnelles
- Clause de secret à respecter par l'acquéreur éventuel

**2. Fiabilisation des données**

**IV. - Analyse stratégique présente et future**

**1. Points de vue de l'acquéreur et du vendeur**

- Synergies actuelles (avant cession)
- Synergies futures (après cession)

**2. Analyse stratégique de l'existant**

- Description et structure de l'entreprise
- Métier et évolution du portefeuille d'activités
  - *Segments en déclin*
  - *Segments traditionnels*
  - *Segments porteurs*
- Marchés
  - *Sensibilité à la conjoncture*
  - *Clients*
  - *Concurrents - Période d'avantage concurrentiel*
  - *Caractéristiques financières de l'activité*
- Fournisseurs
- Données sociales
  - *Ambiance - Utilisation du bilan social*
    *Liens entre formation, absentéisme, licenciements et productivité/rentabilité*
  - *Personnel*
    *Hommes-clés de l'entreprise*
    *Salariés de complaisance*
- Autres données

Mots-clés à voir éventuellement dans le lexique :

✓ **Audit**
✓ **Cible**
✓ **Cours limite**
✓ **Bilan social**
✓ **Pacte d'actionnaires**
✓ **Minorité de blocage**

Chapitre

# 1 LES DIFFÉRENTS ENVIRONNEMENTS DE L'ÉVALUATION

L'évaluation d'une entreprise est une opération qui se déroule dans un contexte donné. On examinera celui-ci dans le cas le plus fréquent, qui est celui d'une cession[1].

En pareille circonstance, cet environnement comporte plusieurs aspects. En particulier, il convient de s'interroger au préalable :

1) sur la volonté des parties (stratégie, contraintes financières et économiques) ;
2) sur les données économiques et financières de l'entreprise concernée.

1) Il faut d'abord considérer les acteurs concernés par la transaction visée, acquéreur et vendeur potentiels et leurs auxiliaires.

Méconnaître la volonté des acteurs peut conduire à réaliser des évaluations qui ne seront pas acceptables par l'une des parties et faire achopper la négociation.

Toutefois, au-delà des aspects stratégiques, la négociation se focalise le plus souvent autour de l'évaluation. Si cette évaluation est acceptée par les différentes parties, la transaction peut se faire[2].

À signaler, par ailleurs, que lors d'une évaluation réalisée dans le cadre d'une succession, l'acquéreur n'a pas en face de lui un vendeur mais l'Administration fiscale qui demande cette évaluation pour déterminer l'assiette des droits à réclamer.

2) L'évaluation peut faire l'objet d'un travail plus ou moins étendu. Elle peut être purement financière ou, au contraire, globale, incluant tous les aspects économiques y compris l'environnement de la firme en cause.

1. Indépendamment du cadre des cessions d'entreprises, des évaluations sont aujourd'hui régulièrement menées dans les groupes cotés soumis aux nouvelles normes IAS/IFRS. Dans les chapitres suivants, on étudiera, à partir de questions précises, les principes qui sous-tendent lesdites évaluations d'actifs et de passifs. Rappelons que leur objectif consiste à s'assurer de la « juste valeur » comptable des actifs et passifs évalués, c'est-à-dire de vérifier qu'il n'y a pas lieu de déprécier le montant inscrit ou de passer une provision supplémentaire.
2. En France, une vente d'entreprise n'est pas réalisée, juridiquement, si le prix de cession n'est pas fixé.

Dans le cas de transactions importantes, de nombreuses estimations devront en effet précéder et accompagner l'évaluation proprement dite, en particulier dans le domaine stratégique.

Il convient de rappeler que l'entreprise est :

1° un ensemble de moyens humains et matériels,
2° lesquels sont mis en œuvre pour la production de biens et/ou de services,
3° avec dégagement d'un revenu et d'un profit monétaires.

Le calcul de la valeur se situe donc dans l'estimation d'une « aptitude dynamique à l'exploitation » de tout cet appareil vivant (VIEL, BREDT et RENARD *op. cit.*).

Ce dernier aspect implique une analyse de la stratégie de la firme et de son environnement. Oublier de prendre en considération certaines données environnementales peut fausser la réalité objective de la société évaluée.

Les données étudiées doivent être fiabilisées avant leur utilisation. En effet, raisonner sur des chiffres faux entraîne toutes sortes de complications et invalide les résultats obtenus.

Ce chapitre traite donc des acteurs et des données qui constituent l'environnement de l'entreprise visée par la transaction.

# I. Qui intervient ?

## 1. Les acteurs de l'opération et leur position de force relative

### *A. Les acteurs principaux*

Les deux acteurs majeurs sont, bien entendu, l'acheteur et le vendeur. En termes juridiques, ces deux acteurs sont nommés respectivement le « cessionnaire » et le « cédant ». Leur situation diffère selon qu'il s'agit d'une petite transaction portant sur une minorité de titres ou d'une opération de cession sur une majorité.

#### *a) Le vendeur*

Il existe tout un éventail de vendeurs :

- l'entrepreneur personne physique, propriétaire direct de tout ou partie de l'entreprise à céder (cas du patron de PME partant à la retraite). Dans ce cas, l'évaluation pourra présenter un aspect affectif, le patron étant souvent le fondateur de la firme ou un descendant proche du fondateur.
- Les héritiers (veuve, enfants ou petits-enfants du propriétaire défunt). Ces personnages, parfois un peu balzaciens, n'auront pas toujours conscience de la réalité de l'entreprise dont ils héritent. S'ils sont plusieurs, ils peuvent ne pas poursuivre les mêmes objectifs.
- à l'autre extrémité de cette galerie, les « managers » salariés ou mandataires d'un groupe, pour lesquels la cession n'est qu'une opération parmi d'autres. Ils doivent ou souhaitent la réaliser pour des raisons de rentabilité financière, le plus souvent.

Cette dernière catégorie de vendeurs est souvent au fait des techniques d'évaluation, au moins de manière schématique. Cependant, ils savent que le chiffrage qu'ils

dégageront sera le fruit d'un compromis. Sauf mauvaise foi, ces protagonistes seront donc plus souples dans la fixation du prix, leur implication n'étant pas totale ni accompagnée de considérations affectives même s'ils peuvent être financièrement intéressés au résultat de la cession.

- Enfin, les « petits actionnaires », vendeurs de titres cotés en Bourse, constituent une catégorie à part entière et bien spécifique, qui sera étudiée par la suite.

### *b) L'acheteur*

Des profils voisins se retrouvent du côté des acheteurs.

L'acquéreur peut être une personne qui n'a pas encore d'entreprise et souhaite en acquérir une ou un patron de PME qui veut accroître la dimension de son affaire. La transaction peut aussi se faire entre deux groupes dont l'un achète une filiale de l'autre.

### *c) Le vendeur face à l'acheteur*

Toutefois, le tandem « acheteur/vendeur » est assez généralement inégal. Bien souvent, hors les transactions qui concernent la cession de tout ou partie d'un grand groupe ou celles résultant d'un LBO secondaire[1] ou suivant, la taille du vendeur est plus faible que celle de l'acquéreur. En effet, si l'on ne voit guère de PME acheter un groupe industriel, l'inverse est très fréquent.

Ces différences de statuts influencent naturellement les résultats de l'évaluation.

En particulier, si le face-à-face acheteur/vendeur est celui d'un directeur délégué par un groupe pour acquérir une PME, affrontant le propriétaire fondateur de celle-ci, le rapport de forces n'est pas nécessairement à l'avantage du partenaire le plus puissant.

Dans la logique de ce que nous avons vu en brossant la galerie de portraits des interlocuteurs, notre patron de PME, persuadé, sans aucun doute avec raison, que son entreprise possède de très nombreux atouts, usera d'une force de conviction bien supérieure à celle de notre manager.

Aussi, les moyens financiers du groupe acquéreur étant souvent sans commune mesure avec la valeur de la PME à céder, le directeur délégué sera enclin à arrondir vers le haut le chiffrage de l'évaluation, laissant au vendeur un prix nettement supérieur à celui qui aurait résulté d'une transaction où l'*intuitu personae* n'aurait pas joué.

D'autres cas particuliers modifient le rapport de force entre interlocuteurs. Nous avons parlé précédemment des positions relatives découlant du nombre d'acteurs intéressés par l'acquisition ou la vente. Ainsi, la « mise aux enchères » (de fait) d'une société peut entraîner des surenchères découlant de la compétition entre acquéreurs. Les limites fixées par le vendeur, en termes de délais de prise de décision par l'acquéreur, contribuent à la revue à la hausse de la valeur de l'entreprise à céder.

1. Depuis quelques années, des « fonds d'investissement » ont été créés avec l'objectif d'acheter puis de vendre des sociétés en réalisant au passage des plus-values financières. La revente d'une société par l'un de ces fonds, souvent à un autre fonds d'investissement, prend le plus souvent l'appellation d'un « LBO secondaire ».

Schématiquement, les rapports de force peuvent se résumer comme suit :

| | | Acquéreur potentiel | |
|---|---|---|---|
| | | plusieurs | un seul |
| Vendeur | plusieurs | | Évaluation tirée vers le bas |
| | un seul | Évaluation tirée vers le haut | Importance de l'intérêt personnel dans l'évaluation |

*d) Les autres types d'acteurs*

– Les sociétés cotées en Bourse font l'objet, en permanence, d'évaluations résultant de la fixation du cours de leurs actions. Mais les acteurs sont différents des personnages évoqués plus haut.

Dans l'évaluation sommaire précédant une transaction boursière, les intervenants se présentent en effet sous les aspects suivants :

• Le vendeur n'est pas lié à l'entreprise dont il ne détient qu'une infime partie. Il ne la connaît pas mieux que l'acquéreur potentiel. Le détenteur des données est l'entreprise elle-même qui, par sa communication financière, oriente le marché boursier, tandis que les analystes financiers jouent un peu le rôle d'experts indépendants, que l'on examinera plus loin.

• Dans le cas d'une introduction en Bourse, c'est l'entreprise (dont le ou les principaux actionnaires souhaitent céder une part) qui s'adresse directement à une multitude d'acquéreurs potentiels.

– Autre intervenant, l'Administration dont les évaluations ont été évoquées à propos des successions.

### B. Les acteurs auxiliaires

Dès que l'entreprise cible atteint une certaine taille (dont le seuil est difficile à définir), avant l'évaluation, un organisme d'audit est, en général, diligenté par l'acheteur potentiel, pour s'assurer de la fiabilité des comptes présentés[1]. Ce cabinet peut établir une proposition de prix pour le compte de l'acquéreur.

L'autre auxiliaire habituel d'une transaction importante est le cabinet chargé de l'évaluation. Une banque-conseil peut être aussi désignée pour cette mission. Il peut même y avoir plusieurs banques et/ou cabinets dans le cas de très grosses transactions. Parfois la banque-conseil intervient en amont dans la mesure où c'est elle-même qui propose à l'acquéreur (souvent un de ses clients) une entreprise désireuse de se vendre.

1. Dans le cadre des cessions internationales de sociétés, ces contrôles s'effectuent au sein d'une procédure que les Anglo-Saxons appellent « *due diligences* ».

Sous l'influence des coutumes anglo-saxonnes, un nouvel intervenant est apparu depuis les années quatre-vingt-dix, notamment dans le cadre des opérations de cession de grande ampleur, liées au marché boursier. Il s'agit de l'« expert indépendant », chargé d'examiner et de commenter les valeurs proposées par le ou les évaluateurs. Cet expert indépendant est en général un cabinet d'audit ou d'expertise financière, ou encore une banque-conseil.

Plus en aval dans la transaction, les cabinets d'avocats d'affaires interviennent de plus en plus dans les évaluations, celles-ci ne pouvant pas s'effectuer sans tenir compte des aspects juridiques et fiscaux de la transaction. Dans la pratique, ces juristes participent aux opérations comme sous-traitants des banques d'affaires conseil ou des cabinets d'audit. Toutefois, leurs honoraires étant relativement élevés, il n'est fait appel à leurs services que pour de grosses transactions.

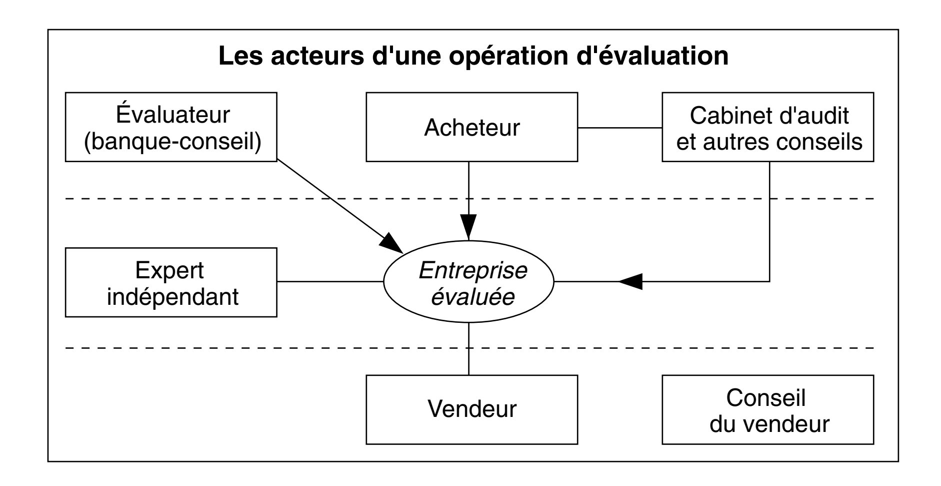
Peuvent également intervenir d'autres experts ou conseils chargés des questions environnementales, sociales, etc. Bien entendu, la spécificité et la taille de l'entreprise, cible de la transaction, influencent la décision de l'acquéreur potentiel de multiplier le nombre de conseils dont les honoraires peuvent finir par représenter un pourcentage très significatif du prix d'acquisition.

À la Bourse, les analystes financiers sont à l'origine de très nombreuses évaluations ponctuelles ou comparatives (par exemple, en mettant en regard le prix des actions à l'intérieur d'un secteur économique).

## 2. Y a-t-il un arbitre ?

Dans une transaction classique, les divergences entre vendeur et acheteur ne peuvent être aplanies que par un accord mutuel. Il n'y a pas d'arbitre. Toutefois, cet accord peut être facilité lorsque les acteurs auxiliaires, par définition rompus à ce type d'opérations, participent de façon active à l'évaluation.

En revanche, lors d'une transaction en Bourse l'arbitre naturel est le marché qui ratifie ou refuse le prix proposé par l'acheteur et le vendeur, notamment dans le cadre d'un cours-limite.



Comme on l'a vu, certains de ces acteurs peuvent ne pas exister. Le nombre d'intervenants est proportionnel à l'importance de la transaction.

## II. Quelle est l'étendue de l'évaluation ?

Comme indiqué, l'évaluation peut être purement financière ou au contraire, globale (économique et financière).

Toutefois, même dans le premier cas, la plupart des calculs sommaires faits lors de l'achat d'un petit nombre d'actions ont un arrière-fond économique, bien que l'on semble tenir compte seulement, en première analyse, de quelques paramètres financiers. Par exemple, acheter des actions d'une société foncière immobilière parce qu'elles donnent un dividende égal à 6% à un moment donné, revient aussi à faire une hypothèse sur le futur du marché immobilier et à supposer en l'occurrence qu'il ne connaîtra pas à court terme un retournement de cycle défavorable.

En revanche, une étude globale comporte une analyse approfondie de l'environnement économique de l'entreprise et peut même conduire à une investigation sur les sociétés concurrentes.

On examinera au moins :

- la position de l'entreprise dans le secteur économique considéré et sur le plan géographique, son implantation locale. Par exemple, l'achat d'un commerce amènera à examiner la zone de chalandise et les perspectives du quartier.
- l'état de son outil industriel. Par exemple, le matériel de chantier constitue le principal avoir physique d'une entreprise de Travaux Publics. Le bilan ne reflète qu'imparfaitement la valeur réelle de ce matériel et son état de marche et pas du tout les types de matériel possédés qui peuvent, selon leur nature, être plus ou moins utiles au futur acquéreur.
- la principale richesse d'une entreprise ne figure pas et ne peut pas figurer dans le bilan. Il s'agit des hommes qui la composent. Un bilan n'intègre pas les ressources humaines. Il faut cependant essayer d'en tenir compte.

Toutefois, quelques éléments relatifs à l'efficacité du personnel émergent au niveau du compte de résultat : valeur ajoutée par personne et même résultat par individu. Les flux reflètent l'activité des hommes si le bilan ne le fait pas.

Si l'entreprise a une certaine taille, elle établit chaque année un « bilan social » qui reprend un certain nombre d'indicateurs intéressants : pyramide des âges, rotation du personnel (embauches et licenciements), absentéisme, tranches de salaires, etc.

- sa situation juridique sera auditée. Seront en effet examinés tous les contrats et conventions qui la lient. Cette question sera revue à propos du recensement des risques.
- les points forts et les points faibles de l'entreprise et la stratégie qui en découle feront l'objet d'une synthèse (un « business plan ») qui ne peut être que très éclairante.

Au total, les Américains disent parfois que l'examen d'une entreprise se déroule à partir des cinq clés suivantes (« 5 m ») :

| | | | |
|---|---|---|---|
| *men* | (hommes) | *materials* | (substances) |
| *money* | (finances) | *market* | (marché) |
| *machines* | (équipement) | | |

Si l'étude peut être plus ou moins approfondie, elle peut aussi couvrir un champ de dimension variable. Par exemple, on considérera seulement le passé de l'entreprise (méthode ancienne) ou on y associera une étude prévisionnelle (c'est pratiquement toujours le cas aujourd'hui).

On pourra considérer principalement cette entreprise et s'intéresser de façon plus ou moins poussée à ses filiales et participations, si elle en possède. On peut au contraire l'examiner de façon globale (« consolidée »), en étudiant les filiales de façon aussi approfondie que la maison-mère[1]. Cette dernière façon de procéder est, en général, adoptée actuellement.

## III. QUELLES SONT LES DONNÉES FOURNIES ?

### 1. Étendue des données

Les données fournies par l'entreprise « cible » (à acquérir) concernent à la fois le passé et l'avenir. Parmi ces données, les informations relatives à l'économie et aux finances font l'objet de nombreuses controverses. Ce sont donc elles qui seront examinées ci-après.

#### *A. Données relatives au passé*

En ce qui concerne le passé, la majorité des éléments provient de la comptabilité. Les données comptables doivent être étudiées sur la base de la comptabilité générale et, si elle existe, de la comptabilité analytique.

Les éléments de base sont le bilan, le compte de résultat et le tableau de financement ou le tableau des flux de trésorerie. Mais dans le cas de sociétés importantes, il existe des documents comptables au niveau de chaque entité interne, dont la consolidation donne le bilan et le compte de résultat de l'ensemble. Il sera utile de ne pas négliger ces données intermédiaires.

Par ailleurs, l'examen des informationss comptables doit s'accompagner de l'étude des documents économiques disponibles. La comptabilité ne suffit pas à refléter le passé de l'entreprise, surtout si celle-ci a une certaine importance.

À partir d'un chiffre d'affaires d'une certaine taille, l'entreprise dispose en général de documents budgétaires, et au-delà d'un contrôle de gestion. Il sera utile de voir si les réalisations passées étaient en ligne avec les budgets, ou s'il y a eu des écarts notables et pourquoi. Les principaux chiffres devront être commentés avec les responsables opérationnels concernés.

1. En tenant compte, bien entendu de l'importance économique de chaque entité.

Si du fait de son type d'activité, l'entreprise tient un carnet de commandes, les éléments de ce portefeuille sont également à regarder.

Les entreprises disposent de comptes annuels clos à la fin de chaque exercice (dont le terme en France est très souvent le 31 décembre). Que faut-il faire pour les périodes qui s'étendent entre la clôture de l'exercice et l'examen des comptes ? Il peut s'agir parfois de périodes assez longues, pendant lesquelles un grand nombre de faits sont susceptibles d'intervenir et de modifier la physionomie de la firme.

Par exemple, en octobre de l'année N, la situation peut être très différente de celle qui existait à la dernière clôture des comptes, au 31décembre de l'année N–1.

Les changements sont d'autant plus importants que l'entreprise concernée est en fort développement ou, à l'inverse, en difficulté. Dans ce second cas, les derniers comptes annuels disponibles masquent souvent des dégradations déjà existantes qui ne pourront plus être occultées dans les comptes de l'exercice en cours.

Le plus simple sera donc de travailler sur des situations intermédiaires. Ces situations ne seront pas auditées, mais permettront de se faire une idée de l'évolution récente, autrement que par on-dit ou, au mieux, par l'audition de commentaires purement qualitatifs sur le climat des affaires.

### *B. Données relatives à l'avenir*

Les données de l'entreprise afférentes à l'avenir sont les plus intéréssantes, puisqu'elles concernent la période où l'acquéreur potentiel pourrait être en possession de tout ou partie de l'entreprise, et en même temps, les plus incertaines.

Ces données concernent d'une part, l'environnement économique de l'entreprise (conjoncture écomique générale et prévisions relatives au secteur auquel appartient la firme étudiée) et d'autre part, l'entreprise elle-même.

En ce qui concerne l'environnement futur de l'entreprise, nombreux sont les instituts de prévision qui fournissent des indications.

Bien entendu les prévisions n'ont qu'une validité relative et ne peuvent concerner que les trois ou quatre exercices à venir. Les années plus lointaines relèvent plutôt de la « divination » sauf cas très particuliers.

Pour les prévisions relatives à l'ensemble de l'entreprise, l'interlocuteur est le chef d'entreprise lui-même. Si la firme atteint une certaine taille, les prévisions sont élaborées par une personne plus ou moins spécialisée ou un service entier pour les grandes sociétés (contrôle de gestion, direction financière ou direction de la stratégie pour les grands groupes).

Ces hypothèses sont présentées sous forme de bilan, de compte de résultat et de plans de financement prévisionnels (partie financière du « business plan ») ou sous d'autres formes plus proches des documents liés aux opérations.

Un problème redoutable de fiabilité se pose à leur sujet. En effet, ce que l'entreprise appelle « prévisions » est en général un « objectif », c'est-à-dire, le niveau d'activité et de résultat que veut atteindre la Direction. Il s'agit donc de données volontairement optimistes, qui sont au moins dans la fourchette haute des prévisions et parfois

même beaucoup plus. C'est d'autant plus vrai que l'entreprise veut se présenter sous son meilleur jour à l'acquéreur potentiel.

Il est donc souvent nécessaire de retraiter vers le bas les prévisions en question.

### C. Clause de secret

Il convient de remarquer que l'acquéreur potentiel est tenu au secret pour toutes les données qu'il lui est permis de connaître. Cela est particulièrement important si l'acquéreur est un concurrent de la cible et que la transaction ne se concrétise pas.

En pratique on peut craindre que certains acheteurs se présentent parfois comme tels, alors que leur intention réelle consiste seulement à connaître, de façon précise, la situation d'un rival.

Dans le même ordre d'idées, mais de manière inversée, on peut signaler le cas de certaines sociétés qui, voulant acquérir une part minoritaire dans une société « cible », ne peuvent mener que des investigations limitées.

Ces firmes « cibles » arguent du fait qu'elles ne communiquent à leurs autres actionnaires minoritaires que des informations relativement restreintes et qu'elles ne peuvent guère faire plus vis-à-vis de l'acquéreur potentiel d'un pourcentage limité de leur capital. En effet, des indications plus complètes « porteraient atteinte à l'égalité des actionnaires ». Certaines évaluations sont de ce fait complètement surestimées, au détriment de l'acheteur.

## 2. Fiabilisation des données

De manière générale, il existe un problème de fiabilité des données communiquées[1]. Des informations erronées ne sont pas forcément dues à la mauvaise foi des interlocuteurs appartenant à la société « cible ». En effet, toute entreprise fonctionne nécessairement sur la base d'un optimisme volontariste. Cet optimisme, nécessaire à l'action, imprègne les esprits et conduit naturellement à présenter le bon côté des choses.

Le même optimisme imprègne nécessairement les documents internes préexistants qui peuvent être remis à l'acquéreur potentiel. Ceci est surtout vrai pour les firmes d'une certaine importance. De manière générale, plus la taille de l'entreprise croît, plus il peut y avoir déconnexion entre la réalité et l'image qui en est donnée.

Il faut donc tenir compte de cet aspect dans le relevé de toutes les données préparatoires à l'évaluation. Dans le cas de négociations longues, la durée des discussions peut laisser le temps d'apparaître à certains problèmes de la cible qui avaient été auparavant occultés ou sous-estimés.

1. La fiabilisation des données comptables sera traitée ultérieurement.

En ce domaine, on peut citer l'exemple d'une société de travaux publics française qui, avant d'acheter une entreprise aux États-Unis, avait détaché pendant six mois un de ses ingénieurs auprès de la firme en cause, à titre d'observateur. Cet ingénieur informa sa maison-mère du phénomène suivant : de nombreux avocats attendaient le rachat de la société américaine (en situation difficile et donc peu solvable) par un groupe puissant. Ils comptaient alors présenter des réclamations diverses en provenance de clients ou de fournisseurs (*claims*) qui trouveraient leur contre-partie financière auprès d'un riche repreneur. Dans le cas présent, l'aubaine était que cet acquéreur se trouvait être aussi un nouveau venu fraîchement débarqué en Amérique et donc encore peu au courant des subtilités des *lawyers*. Finalement, l'acquisition ne fut pas réalisée par la firme française.

À l'inverse, on rencontre parfois un employé de la cible qui, voulant ménager son avenir en se faisant bien voir de ceux qu'il considère déjà comme ses futurs patrons, révèle, sans qu'on le lui demande, tel ou tel point faible de son entreprise, parfois en forçant la note dans un sens pessimiste.

Même si une telle façon d'agir n'est pas très honorable de la part de l'employé, elle peut rendre de grands services au candidat acquéreur.

## IV. Analyse stratégique présente et future

Cette analyse peut faciliter le choix d'un investissement en Bourse, mais intéresse surtout l'acquéreur potentiel d'une part non négligeable ou même de la totalité d'une entreprise. C'est donc plutôt dans cette deuxième perspective que l'étude sera conduite.

### 1. Points de vue de l'acquéreur et du vendeur

L'analyse menée par l'acquéreur et le vendeur ne sont pas évidemment identiques.

#### *A. Acquéreur*

Pour l'acquéreur, l'achat d'une entreprise est un moyen, soit de s'établir en tant qu'entrepreneur, soit d'accroître les capacités d'une entreprise préexistante. On voit parfois aussi des personnes qui souhaitent détenir deux ou plusieurs entreprises ayant des activités totalement différentes, dans un but de diversification patrimoniale.

Dans le cas le plus fréquent de mise en œuvre d'une croissance externe classique au profit d'une entreprise, l'acquéreur poursuit un des buts suivants :

- éliminer un concurrent particulièrement gênant ;
- accroître la part de marché de son entreprise sur un plan global ou géographique. De fait, la cible peut être implantée dans des zones territoriales où l'acquéreur n'est pas présent ;
- étendre ses activités par une acquisition en amont ou en aval de ses activités actuelles (diversification verticale) ou acquérir des techniques utilisant les

nouvelles technologies (par exemple, dans le domaine de l'Internet) pour les mettre au service de ses activités déjà existantes ;
- acquérir un nouveau métier, sans synergie particulière avec celui que l'acquéreur exerce déjà, à titre de sécurité (pour lisser, par exemple, les résultats d'un premier métier trop cyclique).

### *B. Vendeur*

Pour le vendeur, la cession de l'entreprise peut être :
- un abandon pur et simple de toute activité économique,
- un recentrage avec abandon d'un secteur d'activité (cas d'une société importante qui cède une filiale spécialisée dans un domaine qui n'intéresse plus la maison-mère).

## 2. Analyse stratégique de l'existant

### *A. Description et structure de l'entreprise*

Une première étude de l'acquéreur potentiel portera sur la description et la structure de l'entreprise.

Les éléments initiaux sont constitués par les identifiants de l'entreprise (numéro au registre du commerce, date et lieu d'enregistrement, codes SIREN et autres, nature juridique de l'entreprise : constituée en société ou pas).

Si l'entreprise appartient en direct à une personne, sans l'écran d'une société, il sera nécessaire de bien vérifier que les comptes sont relativement isolés du reste du patrimoine de la personne considérée, afin d'avoir une vue exacte de cette entreprise.

Prévoir de mettre la firme sous forme de société, après l'acquisition, peut être parfois nécessaire. Cette transformation générera certains coûts dont l'acquéreur doit tenir compte lors de l'évaluation.

Si l'entreprise est déjà constituée en société, la nature juridique de cette société (société à responsabilité limitée, unipersonnelle, en commandite, anonyme, etc.) est importante. De cette nature juridique découlera en effet un certain nombre de modalités de fonctionnement que l'on retrouve dans les statuts et, le cas échéant, dans le pacte d'actionnaires s'il en existe un.

Il est aussi nécessaire de connaître, de façon précise, qui possède la société, surtout si l'on pense n'acquérir qu'un certain pourcentage, majoritaire ou minoritaire. Il faut savoir quels seront les interlocuteurs dans les exercices postérieurs à l'acquisition et se renseigner sur leur comportement prévisible. Cela peut avoir une incidence sur la détermination du prix. La présence d'un cousin irascible, qui détient 35% d'une société et veut garder ses parts, est une source de difficultés à venir. Avec plus du tiers du capital d'une société anonyme, un actionnaire dispose en effet d'une minorité de blocage, selon la législation française.

Du point de vue du vendeur, les mêmes questions se posent de façon similaire, vis-à-vis de l'acquéreur intéressé. Ceci est particulièrement vrai si le vendeur envisage de rester présent au capital de la société.

Par ailleurs, même si les situations de l'acquéreur et du vendeur sont parfaitement définies aux yeux de l'autre partie, des difficultés peuvent provenir de l'environnement immédiat de chacun d'eux.

Ainsi, l'acquisition d'une petite entreprise suisse par un groupe français faillit échouer parce que l'épouse du propriétaire helvétique poussait celui-ci à se montrer intransigeant sur un niveau de prix de vente manifestement trop élevé.

### B. Métier et évolution du portefeuille d'activités

Une première question est celle du métier exercé par l'entreprise cible. Selon MARTINET[1], « le métier est un ensemble de compétences, de ressources et de savoir-faire correspondants, donnant une identité à l'entreprise ».

Après avoir procédé à cette définition du métier de la société cible, il est extrêmement important d'analyser le portefeuille d'activités qui en découle pour savoir s'il correspond aux buts recherchés par l'acquéreur.

En effet, la valeur de l'entreprise est fonction de sa propre stratégie, mais aussi de celle que veut mettre en œuvre l'acquéreur, à son sujet.

Bien entendu, l'ampleur de l'analyse est fonction des dimensions de l'entreprise étudiée. Les activités d'une boulangerie-pâtisserie seront plus simples à examiner que celles d'une société réalisant plusieurs dizaines de millions de chiffre d'affaires. Néanmoins cette boulangerie-pâtisserie comporte déjà deux sous-métiers : pains et gâteaux. Pour peu qu'elle vende aussi quelques bonbons et plats cuisinés, elle est placée sur quatre marchés. Il faudra essayer d'analyser la clientèle et les résultats de chacun d'entre eux, ainsi que les possibilités de développement local ou les risques de recul.

À un niveau plus vaste, ces « sous-métiers » correspondent à des domaines d'action stratégique (ou DAS dans le langage des spécialistes). Une segmentation stratégique des activités de l'entreprise devra donc être effectuée. Chacun des segments déterminés sera analysé, séparément, tant en termes économiques que financiers.

#### a) Analyse stratégique qualitative

Une grille commode et classique d'analyse stratégique est celle imaginée par le Boston Consulting Group et complétée par d'autres organismes.

1. A.C. MARTINET, *Stratégie*, Vuibert « Gestion », Paris 1983.

CLASSEMENT DES SEGMENTS STRATÉGIQUES

| Forte ↑ Croissance du marché ↓ Faible | VEDETTES | DILEMMES |
|---|---|---|
| | - s'autofinancent<br>- bénéfices moyens | - consommateurs de liquidités<br>- bénéfices assez faibles |
| | VACHES A LAIT | POINTS MORTS |
| | - générateurs de liquidités<br>- bénéfices élevés | - faibles générateurs de liquidités<br>- bénéfices faibles |
| | Forte ← Part de marché relative → Faible | |

Cette segmentation servira pour les calculs d'évaluation selon des modalités précisées plus loin. Dans un premier temps, elle est déjà intéressante pour mesurer l'attrait réel que présente la cible.

D'autres classements plus complexes ont été mis au point, notamment par ALLA et HOUDOUIN dans leur ouvrage *Stratégie et valeur de l'entreprise*, Economica, 1989.

Ces classements peuvent être résumés comme suit :

NOTATION PONDÉRÉE DES SEGMENTS STRATÉGIQUES

| Pondération attribuée : 0 à 6 | 0 1 2 | 3 4 | 5 6 |
|---|---|---|---|
| **FACTEURS EXTERNES** | | | |
| Taux de croissance prévisible | < 2 % | 2 % à 8 % | > 8 % |
| Saisonnalité | Forte | Moyenne | Faible |
| Barrières d'entrée | Faibles<br>Il suffit d'avoir :<br>- taille faible<br>- technologie limitée<br>- implantations sommaires | Moyenne | Fortes<br>Il faut avoir :<br>- taille importante<br>- technologie forte<br>- implantations solides |

| Pondération attribuée : 0 à 6 | 0 1 2 | 3 4 | 5 6 |
|---|---|---|---|
| **FACTEURS EXTERNES (suite)** | | | |
| Stabilité des technologies | Faible | Moyenne | Forte |
| Pouvoir des clients (notamment en matière de prix) | Fort<br>- Achats concentrés<br>- Acheteurs ont information complète sur le produit (dont prix de revient)<br>- Produits de substitution possibles | Moyen | Faible<br>- Acheteurs dispersés<br>- Acheteurs mal informés |
| Pouvoir des fournisseurs | Fort<br>- Offre concentrée<br>- Produit acheté est indispensable à l'entreprise<br>- Pénurie<br>- L'entreprise ne représente que faible débouché | Moyen | Faible |
| Sécurité d'approvisionnement | Faible | Moyenne | Forte |
| Pouvoir des concurrents | Fort<br>- Industrie en surcapacité<br>- Concurrents nombreux puissants | Moyen | Faible<br>- Industrie en sous-capacité<br>- Concurrents peu nombreux<br>- L'entreprise est leader |
| Risque de substitution de produits | Fort | Moyen | Faible |

| Pondération attribuée : 0 à 6 | 0 1 2 | 3 4 | 5 6 |
|---|---|---|---|
| **FACTEURS INTERNES** | | | |
| Marge de gains de productivité | Faible | Moyenne | Forte |
| Origine de la valeur ajoutée | Banale | | Forte spécificité |
| Base de développement d'autres métiers | Faible | Moyenne | Forte |

*A priori*, plus la cible répond aux critères apparaissant à la droite du tableau, plus son intérêt sera grand aux yeux de l'investisseur. Toutefois une cotation générale, totalisant l'ensemble du nombre de points obtenus, est sans doute arbitraire. En effet, les facteurs cités sont d'importance inégale.

De manière générale, les résultats tirés de cette grille d'analyse donneront une idée qualitative de l'entreprise à évaluer, mais ne fourniront pas une base directe pour la détermination de sa valeur. Il s'agira donc d'un préliminaire à l'étude proprement dite. En fait, une telle grille est surtout intéréssante pour comparer entre elles plusieurs entreprises à vendre et permettre à l'acquéreur de choisir celle qui se sera révélée la plus attrayante au vu des critères indiqués.

Ce sera le cas, par exemple, pour un choix à effectuer entre plusieurs PME, dans le cas d'un entrepreneur qui dispose déjà d'une base professionnelle sous la forme d'une première entreprise, mais cherche à étendre ses activités, soit dans le même secteur, soit dans des métiers voisins.

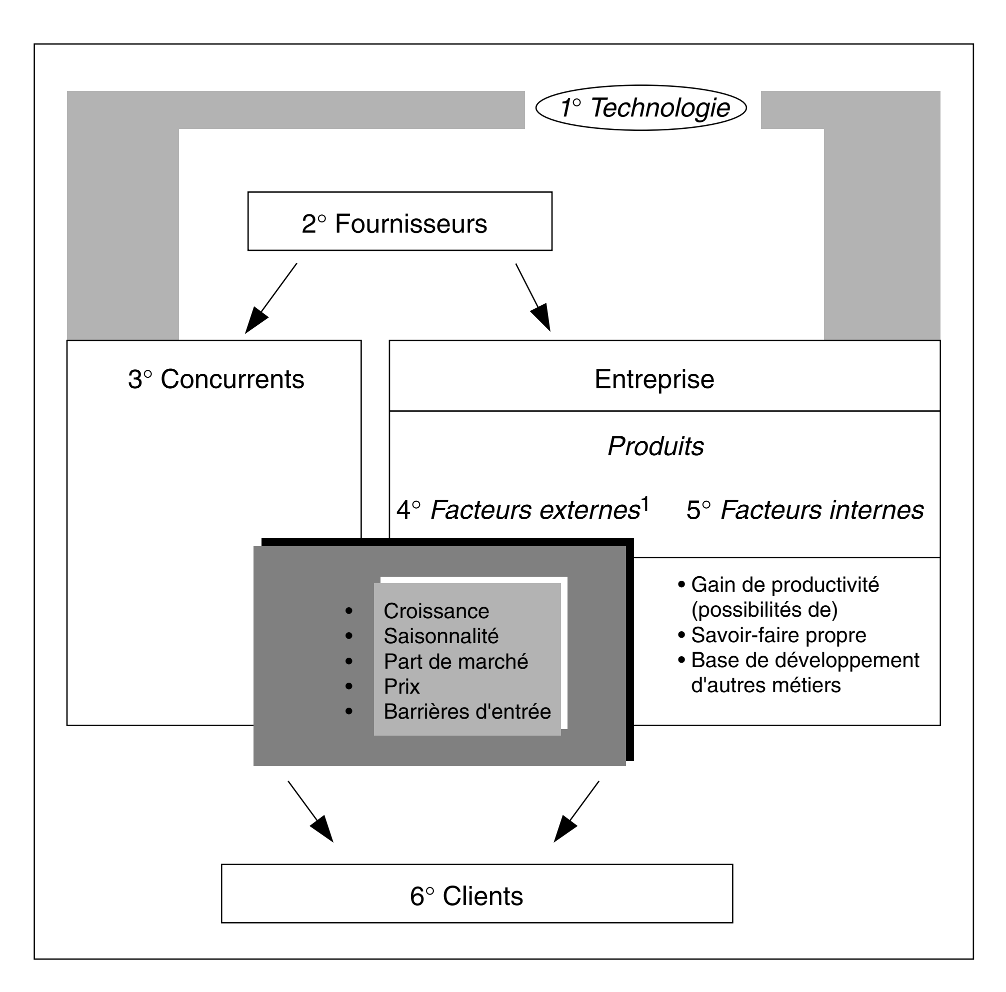
Plus synthétique que l'analyse précédente, le schéma ci-dessous illustre les questions stratégiques que l'acquéreur peut se poser dans le cadre de son évaluation.

1° la technologie qui régit l'ensemble des acteurs du secteur d'activité concerné ;
2° les principaux fournisseurs de matières premières ou prestataires de services stratégiques pour l'entreprise cible ;
3° l'état de la concurrence (part de marché, assise financière, stratégie de développement) ;
4° la situation du marché dans lequel évolue l'entreprise ;
5° les points forts et points faibles intrinsèques ;
6° la puissance relative des principaux clients.

Par ailleurs, il faut examiner l'utilité de l'entreprise pour les consommateurs. Si elle fabrique des produits en fait nocifs, il faut bien entendu prévoir d'arrêter des productions qui, donc, sont, en quelque sorte, à déduire de la valeur de cette entreprise.

Et si certains moyens industriels de la production de l'entreprise entraînent des dommages environnementaux (tels que la pollution), il faut évaluer les frais d'amélioration de ces moyens de production pour qu'ils redeviennent conformes aux normes établies dans la région considérée.

**Données stratégiques à évaluer**
(dans le cadre d'une estimation d'entreprise)




*b) Analyse stratégique directement utilisable pour l'évaluation*

Une autre méthode pousse plus loin la précision, en ce sens qu'elle utilise les éléments tirés de l'étude des segments stratégiques pour permettre l'établissement de comptes prévisionnels.

1. Les facteurs externes sont communs à l'entreprise et à ses concurrents. Il en va de même, au moins partiellement, de la technologie, des fournisseurs et des clients.

Une base de données est établie par produit en reprenant les éléments suivants :

| |
|---|
| - Produits d'exploitation par segment, avec, pour chaque segment, une estimation du volume des ventes et du chiffre d'affaires.<br><br>Le volume des ventes est déterminé par l'évolution respective des termes ci-dessous :<br>• Croissance du marché<br>• Gain de part de marché<br>• Saisonnalité<br><br>De même le chiffre d'affaires est fonction du volume des ventes assorti de l'évolution des paramètres suivants :<br>• Politique des prix<br>• Variation de prix<br>• Prix en devises et taux de change |
| - Charges d'exploitation<br>• Charges proportionnelles<br>• Frais fixes |
| - Investissements |
| - Financement |

Différents scénarios peuvent être établis en fonction de la sensibilité à chaque variable.

À l'opposé de la méthode précédente, les calculs ci-dessus sont un préliminaire quantitatif à l'évaluation, puisque les chiffres obtenus pourront être introduits, comme on le verra plus loin, sous forme d'éléments financiers dans les schémas de valorisation.

*c) Exemple d'analyse stratégique dans le cadre d'une évaluation*

De façon beaucoup plus sommaire que dans les schémas ci-dessus, un exemple chiffré de réflexion stratégique élémentaire, à mener par un acquéreur, peut être donné pour concrétiser notamment quelques points du § b) précédent.

Afin de simplifier à l'extrême, on présentera une entreprise placée sur un seul segment stratégique.

1° Soit une entreprise de transport routier qui assure une navette d'autocars entre Paris et Madrid, aller et retour (durée d'un aller : 15 heures environ).

- Le marché présente une croissance annuelle de 2 %.
- La société pense, par ailleurs, pouvoir augmenter sa part de marché chaque année de 1% du fait de la bonne qualité de ses prestations.
- Par ailleurs, le trafic est assez fortement saisonnier, avec des pointes en été et au moment des fêtes de fin d'année.

2° L'entreprise dispose de quatre autocars de 60 places, ce qui lui permet d'assurer un aller et retour quotidien cinq jours par semaine. Cette rotation quotidienne est doublée les deux autres jours. Par ailleurs, en période de pointe, la firme loue un ou des services supplémentaires (environ 40 rotations sur un an). Le nombre total de rotations est donc de 510 = (365 + 105 + 40).

En 2006, le taux de remplissage a atteint 70%. Le nombre annuel de trajets simples de passagers a été de 42 840.

3° L'augmentation prévue chaque année est de l'ordre de 3% sur la base des chiffres ci-dessus (*cf*. 1°).

Cette augmentation ne nécessite aucune acquisition supplémentaire de matériel, dans l'immédiat, pour assurer les services réguliers. En revanche, il faut accroître le nombre de services supplémentaires. Un accroissement proportionnel du nombre de liaisons à celui du trafic donnerait 16 liaisons supplémentaires. Cette augmentation peut être ramenée à la moitié soit 8 rotations supplémentaires.

4° Le prix doit être inférieur aux tarifs offerts par la RENFE (chemins de fer espagnols) et la SNCF. Par ailleurs, l'entreprise joue sur un tarif unique, ce qui lui donne un argument de vente de simplicité et de clarté, face aux complexités aléatoires du système SOCRATE. La société a ainsi fixé l'aller simple à 84 euros. Ce tarif est appliqué dans tous les cas (aller et retour, familles nombreuses, âge, etc).

Le chiffre d'affaires 2006 a donc été de :
42 840 × 84 = 3,6 millions euros

Le chiffre d'affaires 2007 devrait être de :
44 134 × 84 = 3,7 millions euros

Pour tenir compte de l'inflation, les prix devraient être majorés d'environ 2%, mais on raisonnera en euros constants.

Une baisse de prix de 5 euros (soit un tarif de 79 euros) amènerait, selon les estimations, un trafic complémentaire de 1 000 passagers, sans augmentation du nombre de rotations, soit un chiffre d'affaires 2007 de :
45 134 × 79 = 3,6 millions euros

5° Les charges fixes de l'entreprise atteignent 0,275 million par an.
Les charges variables sont de 5 650 euros par rotation en service régulier, 6 700 pour les rotations supplémentaires avec car loué. Il faut compter en plus 4,60 euros par voyageur (coût de l'établissement du billet, etc.).

| Au total les dépenses 2006 ont été de : | | Celles de 2007 (compte non tenu de la baisse envisagée de 5 euros), seront de : |
|---|---|---|
| Charges fixes | 0,27 | 0,27 |
| Charges variables générales | 2,66 | 2,66 |
| Charges rotations supplémentaires | 0,27 | 0,32 |
| Charges par voyageur | 0,20 | 0,20 |
| Charges totales | 3,40 | 3,45 |

6° Le résultat 2006 avant impôt est donc de : Le résultat 2007 sera de :

| | | |
|---|---|---|
| Chiffre d'affaires | 3,60 | 3,71 |
| Charges | - 3,40 | - 3,45 |
| Résultat avant impôt | 0,19 | 0,25 |
| Impôt (33,33%) | - 0,06 | - 0,08 |
| Résultat après impôt | 0,13 | 0,17 |

Cette étude montre donc la sensibilité du résultat à l'augmentation du coefficient de remplissage. Une augmentation de 1,5% de celui-ci (3%/2) - *cf.* 3° - améliore le résultat net d'environ 30 %.

7° La baisse de prix envisagée donnerait les résultats suivants (2007) :

| | | |
|---|---|---|
| Charges fixes | 0,27 | |
| Charges variables | 2,66 | |
| Charges rotations supplémentaires | 0,32 | 48 rotations supplémentaires au lieu de 40 |
| Charges par voyageur | 0,20 | |
| Charges totales | 3,45 | |

Le résultat 2007 avant impôt serait donc de :

| | |
|---|---|
| Chiffre d'affaires | 3,57 |
| Charges | - 3,45 |
| Résultat avant impôt | 0,11 |
| Impôt | - 0,04 |
| Résultat après impôt | 0,07 |

Sous ce seul aspect du résultat, l'entreprise n'aurait donc pas intérêt à baisser ses prix. Si l'entreprise assurait d'autres liaisons, il faudrait les analyser une à une.

8° Investissements

Par ailleurs, les investissements nécessaires sont constitués par le renouvellement des cars sur la base d'un véhicule à changer tous les ans, soit 0,23 million. S'y ajoutent quelques autres acquisitions pour 0,03 million en moyenne, soit un budget d'investissements total de 0,26 million.

9° Financement

Les passagers paient d'avance, mais il n'y a pas de trésorerie positive dans la mesure où certains billets sont vendus par des agences extérieures qui règlent le transporteur avec retard.

Les capitaux engagés sont composés ainsi en 2006 :

| | (millions d'euros) | |
|---|---|---|
| Matériel roulant (valeur nette) | 0,62 | |
| Autres immobilisations | 0,15 | |
| Besoins de trésorerie | 0,15 | à titre de sécurité |
| | 0,92 | |

Le financement est assuré par le capital (0,76 million) et par une avance en compte-courant non rémunéré de 0,15 million, du propriétaire de la société. Cette avance représente, en fait, les bénéfices non distribués depuis l'origine de la firme.

10° La valeur de cette société sera bien différente pour un acquéreur qui n'a pas déjà d'autres activités de même type ou pour une compagnie de transport. Dans ce dernier cas, existeront aussi des variantes : un transporteur exerçant déjà une activité entre la France et l'Espagne, aura un point de vue différent sur le parc d'autocars de celui de l'acquéreur nouveau dans le métier. En effet, en cas d'acquisition, il pourrait optimiser l'utilisation de la flotte d'autocars du nouvel ensemble. Par ailleurs, s'il dispose d'un outil de vente important, il aurait la faculté de réduire la part de billets vendus par des agences et ramener, de ce fait, le besoin de trésorerie à moins de 0,15 million ou à zéro. La rentabilité de la firme serait donc accrue et peut-être aussi celle de la première compagnie déjà détenue[1].

En effet, avec 0,92 million de capitaux engagés dans la configuration actuelle de la société à acheter, le rendement est de :

| | en 2006 (réalisation) | en 2007 (prévision) |
|---|---|---|
| $\dfrac{\text{Bénéfice net}}{\text{Capitaux propres}}$ = | $\dfrac{0{,}13}{0{,}92} = 14\,\%$ | $\dfrac{0{,}17}{0{,}92} = 18\,\%$ |

1. C'est le fameux adage 1 + 1 > 2, souvent employé à propos des regroupements d'entreprises.

Un besoin de trésorerie réduit à zéro amènerait le rendement 2002 à :

$$\frac{0{,}17}{0{,}77} = \quad 22\%$$

soit une amélioration supérieure à 20%.

Tout ceci explique que la valeur d'une entreprise est très liée à la propre situation de l'acquéreur potentiel et à sa stratégie actuelle ou envisagée, comme indiqué plus haut.

Pour une société plus importante, l'analyse sera aussi plus complexe. On regardera chacune des activités et on essaiera de mesurer la part de marché détenue par cette entreprise, au moyen des statistiques professionnelles disponibles (statistiques locales ou nationales selon la taille de la firme).

Certains points particuliers vont être approfondis ci-après.

### *C. Marchés*

Il faut prendre en compte l'avenir des produits pour savoir s'il est favorable ou défavorable.

#### *a) Sensibilité à la conjoncture*

Les activités de l'entreprise peuvent être plus ou moins sensibles au niveau d'activité économique général. Des activités très liées au contexte conjoncturel seront plus difficiles à gérer car elles sont génératrices de résultats très irréguliers. Par ailleurs, elles compliquent la tâche de l'évaluateur. En effet, autant il est facile de constater *a posteriori* qu'on était en haut ou en bas d'un cycle, autant sur le moment même le diagnostic est malaisé. En période de prospérité, on n'est jamais certain d'avoir atteint le sommet de celle-ci et de même, en cas de dépression, le moment où la conjoncture rejoint le creux maximum du cycle n'est pas apparent en temps réel pour l'observateur.

À l'époque de l'étude d'évaluation, il est donc très difficile de savoir si une firme à l'activité cyclique se trouve au milieu d'un cycle, au mieux de celui-ci ou, au contraire, dans la plus mauvaise situation qu'elle puisse rencontrer. Les coefficients de valorisation que l'on étudiera plus loin sont donc malaisés à déterminer.

Dans ces conditions, le mieux est d'appliquer une décote plus ou moins importante à la valeur des titres des entreprises à activité cyclique. Sur le marché boursier, cette décote est effectivement appliquée. Son ampleur est très importante pour les activités très fortement irrégulières (de l'ordre de 40 à 50%).

Les activités cycliques sont liées à l'investissement et aux biens de consommation durable (mines, sidérurgie, bâtiment et travaux publics, automobile). Les variations sont beaucoup moins fortes dans les affaires liées à la consommation courante. De fait, les sociétés agro-alimentaires ou de distribution, par exemple, sont considérées comme non-cycliques et donc relativement mieux cotées que les entreprises cycliques.

### b) *Clients*

L'étude de la clientèle est également indispensable. Pour un volume d'activité identique, la valeur d'une clientèle diversifiée est plus forte que celle d'une clientèle très concentrée. La firme qui se limite à quelques donneurs d'ordre ou dont un client représente, par exemple, 30 à 50% du chiffre d'affaires, est dans un contexte périlleux. De ce point de vue, l'entreprise de transport citée plus haut connaît une situation favorable, car elle a des milliers de clients.

Il faut examiner également la nature des liens avec les donneurs d'ordre. Certaines firmes sont complètement dépendantes de leurs clients importants dont elles sont les sous-traitants obligés. La mauvaise santé de ces clients peut les conduire à la ruine. Cela est fréquemment le cas des entreprises industrielles des villes moyennes de province, qui vivent de la présence d'une « locomotive régionale ». Une telle situation conduit à une décote de la valeur de la firme sous-traitante.

Une autre situation, souvent évoquée dans la presse française, est celle des entreprises de production fournisseurs des sociétés de grande distribution. Les centrales d'achat des grands magasins imposent parfois à ces producteurs des conditions commerciales qui peuvent leur rendre la vie difficile.

### c) *Concurrents*

L'examen de la concurrence est également fondamental. Cet examen est évidemment bien différent selon qu'il s'agit :

- d'une petite entreprise située dans un marché où les concurrents sont surtout des firmes locales, mais avec interférence possible de rivaux plus importants (cas d'un petit magasin situé dans un environnement d'autres commerces de même taille et d'une grande surface).
- d'une société de taille nationale aux prises avec des concurrents de même dimension.

Une notion importante est celle de l'avantage concurrentiel que peut détenir une entreprise vis-à-vis de ses rivales. Cet avantage peut être dû à différents facteurs (brevets et technologie, mode de diffusion, etc.) et se manifester sous différents aspects (produit de meilleure qualité, meilleur marché, etc.).

Dans le cas d'une cible offrant de tels avantages, il convient d'examiner la durée probable de la supériorité en cause, qui ne sera jamais indéfinie dans le temps.

### d) *Caractéristiques financières de l'activité*

Ce problème sera étudié ultérieurement. Toutefois, on peut déjà mentionner que les activités nécessitant des mises de fonds importantes (activités très « capitalistiques »), valent, toutes choses égales par ailleurs, moins que celles où la même exigence n'est pas requise.

### D. Fournisseurs

Les relations avec les fournisseurs sont également à prendre en considération. L'entreprise peut se trouver en position de force plus ou moins grande vis-à-vis de ses fournisseurs.

Les fournisseurs sont en situation de force :

- s'ils sont peu nombreux (cas très favorable du fournisseur presque unique, ou tout au moins prépondérant, type MICROSOFT) et si des concurrents nouveaux ne pénètrent le marché que très difficilement (*cf.* les « barrières d'entrée » telles que détaillées dans le classement présenté *supra*).
- si le produit fourni est irremplaçable pour l'entreprise ;
- si l'entreprise ne constitue pour le fournisseur qu'un petit débouché ;
- et surtout si le fournisseur dispose d'un accord d'approvisionnement exclusif.

Les conditions contraires inversent évidemment la situation.

### E. Données sociales

Les données sociales sont à examiner sous l'angle de l'ambiance interne et de la qualité du personnel.

#### a) Ambiance

Le bilan social, s'il existe, donne un certain nombre d'éléments, en particulier les liens entre la formation, l'absentéisme, les licenciements, la productivité et la rentabilité.

#### b) Personnel

La valeur d'une entreprise est, pour une grande part, faite de celle des personnes qui la composent.

De ce point de vue, il faut examiner notamment deux catégories de salariés, qui sont d'ailleurs antinomiques :

- Les « hommes clés de l'entreprise », ceux sans lesquels la firme ne serait pas ce qu'elle est. Cette catégorie de salariés se rencontre surtout dans les firmes d'importance petite ou moyenne.

L'existence de telles personnes est évidemment une valeur pour l'entreprise, mais avec un risque, celui de leur départ, qui annule, en quelque sorte, une partie de cette valeur. La cession de la firme peut d'ailleurs accroître la possibilité que ce risque devienne réalité.

- Les « salariés de complaisance » : ces personnes sont dans l'entreprise par « protection ». Ce sont, par exemple, des parents ou des proches du chef d'entreprise. Ils n'assurent en pratique qu'une partie, en qualité ou en quantité, du travail pour lequel ils sont rémunérés.

Leur départ ultérieur peut être un plus pour l'entreprise, sous réserve que les conditions de ce départ ne soient pas trop coûteuses.

En dehors de ces salariés bien particuliers, il convient d'examiner les grandes caractéristiques de l'ensemble du personnel, déjà évoquées à propos du bilan social.

S'il n'existe pas de bilan social (obligatoire seulement en France dans les entreprises de plus de 300 salariés), il peut être intéressant de reconstituer certaines rubriques de ce bilan au cas où le nombre de salariés le justifie (au moins 30). Cela permet à l'acquéreur éventuel de poser des questions selon une grille préétablie.

Pour un acquéreur, les perspectives d'avenir sont bien différentes selon qu'il se trouve devant un personnel motivé ou pas. Il sera en particulier intéressant d'établir les relations entre formation, absentéisme, licenciements et productivité.

Redonner confiance aux employés qui l'ont perdue peut être un atout considérable pour le futur d'une firme.

### *F. Autres données*

De nombreux autres facteurs sont susceptibles d'intervenir. On citera par exemple,

- les contrats signés par l'entreprise dans tous les domaines dont ceux notés plus haut (conditions contractuelles avec les clients, contrats d'approvisionnement, etc.) et autres. Des clauses de dédit ou d'abandon de contrat, rédigées de façon défavorable pour l'entreprise, peuvent être ruineuses pour elle.

Ainsi une société française de vente de matériel avait pour principal client une société anglaise. La firme française avait signé avec ce client un accord à long terme de vente de matériel, exprimé en euros. Cette même société française s'approvisionnait également en Angleterre dans le cadre de contrats eux aussi à long terme, libellés en livres sterling. Dans les deux cas, la règle suivie était d'ailleurs le standard international qui veut que les contrats de vente soient libellés dans la monnaie du vendeur.

La cession de cette société intervint peu avant une réévaluation significative et durable du sterling face à l'euro. La valorisation calculée précédemment devenait totalement erronée. La nouvelle parité entraînait en effet une perte à chaque vente de matériel au client anglais, sachant par ailleurs que les dédits ou abandons de contrats étaient prohibitifs.

À l'inverse, on peut citer cette société de travaux d'électricité qui fut très rentable pendant de longues années, parce qu'installée dans des locaux dont le loyer était extrêmement bas. En effet, cette firme mettait en œuvre un bureau d'études important, clé de sa compétence, ce qui nécessitait des surfaces d'implantation assez considérables.

- **les contrats d'assurance**
  Dans les sociétés de services et de conseil, en particulier, il est primordial de vérifier que le risque professionnel est correctement couvert, c'est-à-dire que les franchises sont acceptables et que le plafond de couverture est en phase avec l'activité de l'entreprise.

Ainsi, un cabinet d'avocats d'affaires a vu sa responsabilité recherchée par un de ses clients, dans le cadre d'une cession de plusieurs avions Boeing. Quand on connaît la valeur d'un seul de ces appareils, la faute professionnelle du cabinet, si elle avait été

prouvée, aurait pu le conduire à la faillite s'il n'avait pas été correctement assuré en responsabilité professionnelle.

- les éléments relatifs à l'environnement (cas des entreprises industrielles placées sur des marchés sensibles, tels que les produits incorporant de l'amiante).

Toutes ces données éclaireront les calculs d'évaluation à venir, sous une forme qualitative qu'il faudra s'efforcer de quantifier.

## Clés d'accès

### Chapitre 2 - Paramètres des méthodes d'évaluation

*Importance de certains termes de calcul, appliqués notamment au titre des prévisions établies en matière d'évaluation*

### I. - Horizons retenus pour les calculs prévisionnels

La fiabilité des prévisions est en partie fonction de l'horizon retenu :

– *Prévisions à court et moyen terme (0 à 3/4 ans)*

– *Prévisions à long terme (5 ans et au-delà)*

### II. - Actualisation et taux d'intérêt

#### 1. Actualisation

*Que vaut, dès aujourd'hui, l'argent qui ne sera reçu que plus tard ?*

#### 2. Taux d'intérêt

*Les taux d'intérêt intègrent différentes composantes :*

- Taux d'intérêt proprement dit
- Taux d'inflation
- Prime de risque

### III. - Taux de croissance

*Les taux de croissance concernent trois niveaux :*

- Taux d'évolution de l'économie
- Taux d'évolution du métier
- Taux d'évolution de l'entreprise

### IV. - Acquisition d'une part majoritaire ou minoritaire

*La valeur relative de l'une et l'autre de ces parts n'est pas identique :*

- Prime de contrôle

Mots-clés à voir éventuellement dans le lexique :

✓ **Capitalisation des intérêts**

✓ **Déflater**

Chapitre

# 2 PARAMÈTRES DES MÉTHODES D'ÉVALUATION

Dans tous les développements qui vont suivre, un certain nombre de paramètres relatifs aux calculs d'évaluation vont apparaître en permanence. Il est donc nécessaire de les préciser dès maintenant.

Ces paramètres peuvent être classés de la façon suivante :

- Horizons temporels retenus pour les calculs prévisionnels.
- Taux d'intérêt et problèmes d'actualisation.
- Taux de croissance d'une activité.
- Valeur relative de parts minoritaire et majoritaire dans une entreprise.

## I. Horizons retenus pour les calculs prévisionnels

Un grand nombre de calculs d'évaluation sont basés sur des données prévisionnelles.

On sait combien la prévision économique est un art difficile. Cette question a déjà été évoquée au chapitre 1. On a indiqué qu'au-delà de trois à quatre années, les prévisions n'avaient pas grand sens. Cependant, un acquéreur n'achète pas une entreprise pour seulement trois ou quatre ans (hormis une société de capital-risque ou un spéculateur, institutionnel ou particulier, dont l'activité consiste à acheter et à vendre des parts de sociétés). L'objectif est, la plupart du temps, de bénéficier des résultats de cette entreprise durant de nombreuses années, tout au moins dans le cadre d'un investissement industriel.

Aussi, dans les raisonnements financiers qui vont suivre, il n'est pas possible de limiter le champ des calculs à l'avenir tout proche. Au-delà d'une période de quelques années susceptible d'être couverte par des prévisions, on extrapolera les flux obtenus sur une période beaucoup plus longue. L'étendue de ces périodes longues sera fonction de la nature des biens et de l'entreprise considérés et de leur durée de vie probable.

Par exemple, des biens immobiliers ou une société foncière pourront faire l'objet de calculs à très long terme (pour l'immobilier d'habitation jusqu'à 50 ans, voire un siècle). Les horizons relatifs aux industries seront plus brefs (10 ou 20 ans) et leur durée, souvent fonction de la nature de l'industrie en cause.

De façon générale, il sera tenu compte, par ailleurs, de coefficients d'aléas pour les calculs basés sur des données prévisionnelles. Ces coefficients seront en principe plus élevés pour un avenir lointain que pour un futur proche.

## II. Actualisation et taux d'intérêt

Tous les calculs qui vont suivre vont également faire intervenir les notions d'actualisation et de taux d'intérêt.

### 1. Actualisation

L'argent disponible vaut plus que l'argent à venir. En effet, le premier est présent, sans qu'il y ait un aléa sur sa venue. D'autre part il peut être placé sur le champ et rapporter immédiatement un intérêt. L'actualisation des montants représente l'ensemble des calculs visant à mesurer la valeur actuelle de l'argent futur en fonction du délai de sa mise à disposition et d'un aléa éventuel sur sa perception[1].

Bien entendu les méthodes d'actualisation jouent un grand rôle dans l'évaluation des entreprises.

Tout calcul d'actualisation comporte deux paramètres essentiels :

- la durée temporelle retenue ;
- le taux d'intérêt, ou taux d'actualisation, pris en compte pour mesurer l'amoindrissement de valeur dû à la non-disponibilité.

Par exemple, sur la base d'un taux d'intérêt de 5% l'an, 100 euros, à recevoir dans un an, valent aujourd'hui 100/1,05, soit 95,24 euros.

Si ces 100 euros ne sont disponibles que dans deux ans, leur valeur présente s'élèvera à $100/(1{,}05)^2$ soit 90,70 euros. Il faut en effet considérer que cette somme de 90,70 euros rapportera 5% dans un an, soit 4,54 euros. Cet intérêt sera capitalisé, c'est-à-dire ajouté au capital initial, pour donner un montant de 95,24 euros, qui, placé à nouveau à 5%, représentera dans deux ans 100 euros.

Au travers de cet exemple, on détermine de la même manière qu'une somme de 100 euros disponible dans 10 ans vaut aujourd'hui, si le taux d'intérêt annuel est de 5% : 100 euros/$(1{,}05)^{10}$ soit, 61,39 euros.

Ce type de calcul est souvent explicité dans les manuels de finance. Le lecteur intéressé pourra y trouver les principales formules algébriques qui fondent ce qu'on appelle couramment les mathématiques financières. Le présent ouvrage n'étant pas dédié à ce genre d'exercices, il convient de ne pas entrer dans les détails et de se consacrer plutôt aux concepts qui fondent le calcul d'évaluation. Or il en est un que l'on n'a pas encore explicité. Il s'agit du taux d'intérêt utilisé dans ces calculs.

1. En optique aussi, un objet lointain paraît plus petit que le même objet tout proche ! Mais les raisons sont évidemment tout autres...

## 2. Taux d'intérêt

De façon générale, les taux d'intérêt varient beaucoup selon les époques et les pays. Il y a d'ailleurs coexistence sur un même marché financier de plusieurs taux différents : emprunts d'État, privés, etc. En France, depuis l'époque de la rente à 3% (au XIX[e] siècle et au début du XX[e] siècle jusqu'en 1914), les taux à l'émission des emprunts d'État ont beaucoup varié, atteignant jusqu'à 15% en 1981, pour redescendre jusqu'à 4% au début de 1999 et varier autour de ce taux depuis que l'euro et la Banque centrale européenne fonctionnent.

Comment trouver une base solide pour les calculs d'actualisation dans le cadre des évaluations ?

Il convient d'analyser les taux d'intérêt qui comportent en fait plusieurs éléments « additionnés » :

- taux d'intérêt proprement dit ;
- taux d'inflation ;
- prime de risque ;
- éventuellement, superprofit du prêteur en cas de pénurie de capitaux ou avantage consenti à l'emprunteur dans la situation inverse. Ce dernier élément ne sera pas pris en compte dans les raisonnements et les calculs qui vont suivre, car il est très difficile à prévoir.

### *A. Taux d'intérêt proprement dit*

Considérés à l'époque comme les emprunts les plus sûrs ayant jamais été émis, les emprunts d'État britanniques perpétuels souscrits au XIX[e] siècle donnaient (et donnent encore) un intérêt de 2,5%.

Ce taux de 2,5% représente sur 40 ans une rente égale au capital investi :

$$2{,}5\% \times 40 = 100\%$$

ou, avec capitalisation des intérêts, un doublement du capital en un peu plus de 28 ans.

$$100 \times 1{,}025^{28} = 199{,}65\%$$

Cependant, comme même ces emprunts comportaient un très léger risque, on retiendra un « taux d'intérêt proprement dit » égal à 2% seulement. Ce dernier montant serait le prix perçu en contrepartie de l'abandon de la préférence de tout individu à consommer immédiatemment.

Ce taux de 2% représente sur 50 ans une rente égale au capital investi :

$$2{,}0\% \times 50 = 100\%$$

ou, avec capitalisation des intérêts, un doublement du capital en un peu plus de 35 ans.

$$100 \times 1{,}025^{35} = 199{,}99\%$$

Cette période de 35 ans correspond à une génération humaine. Il semble que, de façon empirique, le marché considère qu'un capital mis à disposition doit permettre

au prêteur de constituer pour lui-même, sans risque et à pouvoir d'achat constant, un capital de même montant avant restitution de la somme empruntée, en une génération ou un peu plus.

Pour la détermination finale du taux d'intérêt, à ce raisonnement, il faut bien entendu ajouter les effets d'une plus ou moins grande disponiblité des capitaux vis-à-vis des besoins correspondants.

### B. Taux d'inflation

#### a) Généralités

L'inflation fait perdre de sa valeur à la monnaie. Cette diminution de valeur de la monnaie est à prendre en compte au même titre que l'intérêt perçu. En effet, le prêteur ne doit, en théorie, rien perdre ni sur son capital, ni sur les intérêts reçus, du fait de l'érosion monétaire.

De ce fait, en matière de taux, on parle de taux d'intérêt réels qui représentent l'écart entre les taux affichés ou « nominaux » et l'inflation. En fait, dans le cas d'un emprunt dont le capital n'est pas indexé, ces taux réels doivent à la fois tenir compte de l'érosion du capital lui-même et de celle des intérêts.

De façon plus précise, il convient de déterminer les montants nécessaires, selon que le transfert financier a lieu aujourd'hui ou, par exemple, dans un an, pour en déduire le taux d'inflation à introduire.

Soit, par exemple, une ménagère qui fait son marché et dépense 100 euros pour acheter ce dont elle a besoin. Si un an après, elle doit payer pour des achats identiques, 102 euros, le taux d'inflation sera égal à :

$$\frac{102}{100} - 1 = 2\%$$

Si un banquier prête les 100 euros dont a besoin cette ménagère aujourd'hui et qu'il demande un taux d'intérêt « nominal » de 6%, il récupérera au bout d'un an, 106 euros.

Le pouvoir d'achat de ces 106 euros perçus dans un an équivaut à :

$$\frac{106}{102\%} = 103{,}8 \text{ euros}$$

On désignera le montant de 106 euros sous l'expression d'euros courants, alors que les 103,8 euros représentent, par rapport à ces 106 euros, un montant en euros constants.

$$\frac{103{,}8}{100} - 1 = 3{,}8\%$$

Le montant de 3,8% sera considéré comme le taux d'intérêt réel (Tr) tandis que le 6% représente le taux d'intérêt nominal (Tn).

En généralisant (avec Ti = taux d'inflation), on peut écrire que :

$$1 + Tr = \frac{1 + Tn}{1 + Ti}$$

Lorsque le taux d'inflation est faible (inférieur à 10% par an), on peut considérer que le taux nominal est la somme du taux réel et du taux d'inflation[1].

Raisonner en faisant référence à des taux réels, implique que les flux financiers considérés sont en monnaie constante. Parallèlement, les taux nominaux s'appliquent sur des flux courants.

Dans la pratique, les taux offerts par les intermédiaires financiers intègrent la dépréciation de la monnaie, sauf mention contraire. Ils sont donc nominaux.

En ce qui concerne un investissement, les taux d'inflation ne sont pas neutres, dans la mesure où certains flux financiers, passés ou futurs, n'évoluent pas au même rythme que l'inflation (prix de vente des productions réalisées, constants, voire en baisse, du fait de la concurrence, amortissements non revalorisés au fil du temps, ce qui entraîne une hausse du résultat mais aussi de l'impôt sur les sociétés, etc.).

Cela signifie qu'il faut intégrer dans le taux d'intérêt global, la notion d'inflation, même si cette dernière est faible, comme c'est le cas de nos jours en France et dans la plupart des pays de l'Union européenne.

---

1. Ce dernier raisonnement est approché. En effet, comme on l'a dit, il est théoriquement nécessaire que le prêteur soit couvert de l'inflation, à la fois sur le capital et les intérêts pour compenser sa perte de pouvoir d'achat.
La formule exhaustive qui rend compte de cette couverture est la suivante :
Coefficient de neutralisation de l'inflation pour un capital donné =
**Capital × [(1 + tx inflation) + (tx intérêt réel) × (1 + tx inflation)]**

Si l'inflation est faible, le poids de la couverture des intérêts est négligeable.
Ainsi avec une inflation à 3%
et avec un taux d'intérêt réel de 2%
le coefficient de neutralisation est égal à :
**Capital × [(1 + 3%) + (2%) × (1 + 3%)] = Capital × 1,0506**
soit un montant de taux d'intérêt (5,06%) à peine supérieur à celui du taux nominal destiné à couvrir la seule inflation du capital (5%).

Par contre, avec une inflation à 12%, le coefficient de neutralisation est égal à :
**Capital × [(1 + 12%) + (2%) × (1 + 12%)] = Capital × 1,1424**
soit un montant de taux d'intérêt (14,24%) majoré de 0,24% par rapport au taux nominal destiné à couvrir la seule inflation du capital, ce qui est, bien entendu, toujours aussi faible en valeur relative, mais pas totalement négligeable en valeur absolue.

En fait, dans la suite des raisonnements, afin de simplifier, on retiendra seulement, en ce qui concerne l'inflation, un taux d'érosion annuel destiné à corriger à la fois l'érosion du capital et des intérêts.

#### *b) Taux d'inflation à court terme et à long terme*

L'inflation varie selon les époques. Pour un emprunt à court terme, le taux d'inflation retenu sera celui qui existe au moment de la mise en vigueur de cet emprunt. Ainsi, depuis quelques années, l'inflation moyenne est un peu inférieure à 2% par an. Le taux normatif d'un emprunt à court terme sera donc :

| | |
|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit | 2% |
| Correctif d'inflation sur capital et intérêts | 2% |
| Taux normatif | 4% |

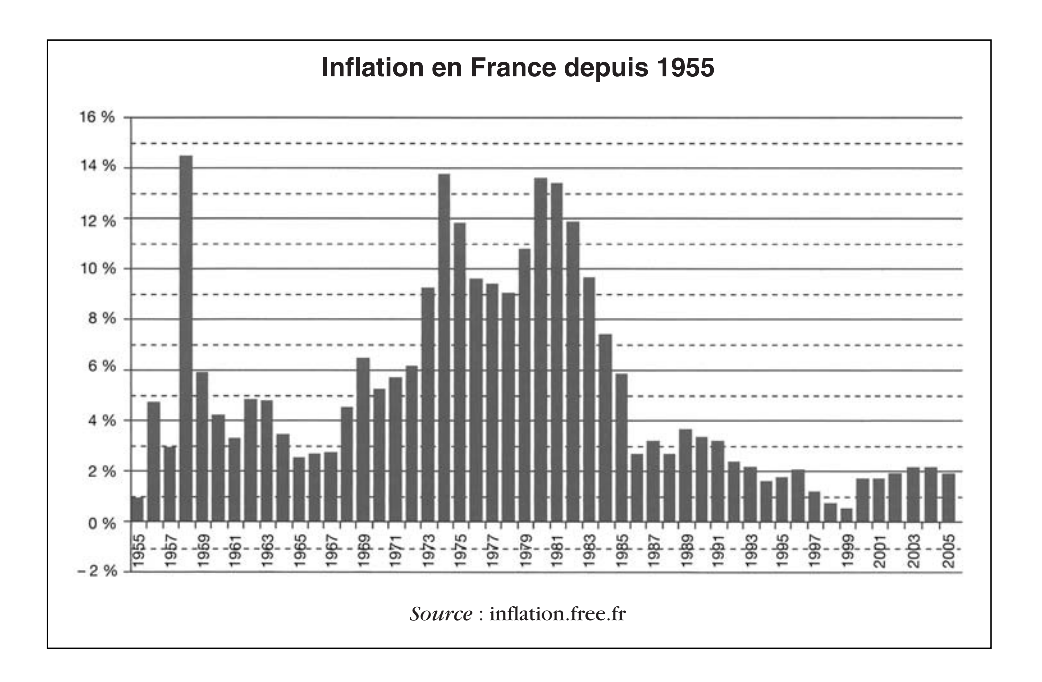
Toutefois, dans le cas d'un emprunt de longue durée, on constate que le taux constaté peut être relativement éloigné de ce montant. Si au début de 2007, le taux facial des Obligations Assimilables du Trésor français s'établissait à 3,75%, il atteignait 6% en 1997 alors que le taux d'inflation était proche de 2% en 1996/97 comme en 2006/07. En fait, dans le cas d'un emprunt à long terme, l'inflation à court terme n'est pas seule prise en compte. On prend aussi en considération l'inflation sur période longue.

Le graphique ci-après relatif à l'inflation en France sur les 50 dernières années montre que celle-ci a pratiquement toujours été supérieure ou égale à 4%, au moins jusqu'au début des années 1990, période à laquelle a été décidée la mise en œuvre de l'euro pour la fin du XX^e siècle. Sur les emprunts long terme et avant l'apparition de l'euro, le correctif d'inflation était donc majoré par rapport à l'inflation court terme (d'environ 2% en 1997 comme le montre l'exemple des OAT 1997) pour tenir compte d'un risque de regain d'inflation attendu par les acteurs économiques de l'époque. On appelle cette surprime « correctif d'inflation à long terme ».

Depuis le début du XXI^e siècle en revanche, les anticipations n'intègrent plus de regain significatif d'inflation et c'est pourquoi les OAT début 2007 proposent un taux équivalent au taux d'intérêt proprement dit plus le taux d'inflation court terme. Le correctif d'inflation à long terme est pratiquement nul.

Lorsque les taux d'inflation de l'année en cours sont très élevés, le coefficient d'inflation à court terme est lui-même très fort. Le correctif d'inflation à long terme peut alors être négatif. En effet, les prêteurs anticipent une baisse des taux et le prêt qu'ils accordent peut se révéler, ultérieurement, avoir été effectué à des conditions de rentabilité très fructueuses pour eux si cette baisse se produit effectivement.

Ainsi, les prêts effectués à un taux de 10% et plus au début des années 80, en raison d'une inflation à deux chiffres, se sont avérés très avantageux pour les prêteurs, lorsque l'inflation est revenue à 3% et moins, à partir de 1986. En 1981, il était par ailleurs assez facile d'imaginer que l'inflation future ne se maintiendrait pas au pourcentage atteint durant cette même année (13,6%).




*Source* : inflation.free.fr

### *C. Prime de risque*

Tous les actifs, financiers ou réels ont un avenir environné d'aléas. Leur rendement n'est jamais assuré au taux constaté dans le présent.

Aussi, une décote sur les rendements futurs est appliquée dans les calculs prévisionnels d'évaluation. Cette décote est appelée « prime de risque ».

On l'examinera successivement à propos des actifs financiers fixes (prêts) et des actifs réels (parts d'entreprises ou de biens physiques).

#### *a) Prêts et emprunts*

Au titre du remboursement du capital et du service des intérêts, un prêt offre plus ou moins de risques en fonction de la solvabilité de l'emprunteur (ce qu'on appelle la *qualité de la signature*).

La majoration de taux destinée à couvrir ces incertitudes ou « prime de risque », varie donc selon les cas d'espèce mais aussi selon les périodes.

La prime de risque est également fonction de la durée de l'emprunt. Un emprunt à échéance éloignée est évidemment moins sûr qu'une dette à échéance courte. En effet, le risque d'insolvabilité peut augmenter dans le temps, la situation de l'emprunteur pouvant se dégrader à un horizon lointain, même si ses positions actuelle et prévisible à court terme sont très satisfaisantes.

Les primes de risque relatives aux durées de l'emprunt et à la solvabilité de l'emprunteur se cumulent en principe.

*b) Actifs réels*

De même, les rendements des actifs basés sur des valeurs réelles (entreprises entières et actions d'entreprises) présentent des aléas et sont donc affectés également d'une prime de risque correspondant à ces incertitudes.

Le montant de cette prime de risque peut varier comme le suggère le schéma suivant :

**Risque/marché**

| | | |
|---|---|---|
| Marché inconnu ou mal maîtrisé | Prime de risque moyenne | Prime de risque élevée |
| Marché connu et bien maîtrisé | Prime de risque faible | Prime de risque moyenne |
| | Technologie connue | Technologie inconnue |

Pour illustrer le schéma ci-dessus, on peut citer l'exemple d'un grand parc d'attractions créé en région parisienne et qui a fait la une des journaux au cours de ces dernières années, suite aux mésaventures que les acquéreurs de l'action ont subi jusqu'à une époque récente.

En lançant cet investissement, la maison mère pensait que le risque global était faible : pour les créateurs, la technologie n'avait pas de secret et le marché européen était tout à fait comparable au marché de la zone d'origine.

Dans les faits, si la mise en œuvre du parc a été parfaitement maîtrisée, il n'en fut pas de même de l'approche clientèle : en réalité, le marché européen n'était pas bien connu des initiateurs. Aussi, le retour sur investissement fut loin d'atteindre les performances imaginées au départ, faute d'avoir intégré une prime de risque adéquate à cet investissement.

En Bourse, la prime de risque du marché des actions s'est établie en France entre 1982 et 2006, entre - 0,5%[1] et 5% en moyenne, pour l'ensemble. Bien entendu, chaque société cotée fait l'objet d'un taux de prime de risque particulier.

Cette prime de risque correspond à l'écart entre le taux de l'argent sur le marché obligataire et le taux de rendement des actions calculé à partir des bénéfices nets.

Le marché obligataire lui-même est affecté d'une prime de risque égale à la différence entre le taux des emprunts sans risque et le rendement moyen des obligations. Comme on l'a vu, le taux des emprunts sans risque inclut une couverture du taux d'inflation.

1. La prime de risque peut éventuellement être négative si le marché des obligations présente lui-même des risques importants.

Au titre du marché obligataire, on citera l'exemple typique suivant : en 1996, IBM a pu émettre un emprunt à 100 ans (donc remboursable en 2 096 !), au taux nominal de 7,22%). Ce taux pouvait être décomposé de la façon suivante :

| | | |
|---|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit : | 2,00% | |
| Taux d'inflation sur long terme | 4,00% | (au lieu de 3% sur le court terme aux USA) |
| Prime de risque | 1,20% | |
| Total | 7,20% | |

*c) Comment calculer la prime de risque relative à une entreprise déterminée ?*

En Bourse, une méthode consiste à comparer l'ampleur des mouvements de cours (ou « volatilité ») d'une action à ceux de l'ensemble du marché financier sur lequel cette action est cotée.
L'écart ainsi calculé s'appelle le Bêta de la société (symbole : $\beta$).

Un bêta égal à 1 signifie que le cours du titre a un comportement similaire à celui du marché. Un bêta de 1,7 veut dire que l'action de l'entreprise perd ou gagne 1,7% quand le marché effectue le même mouvement à hauteur de 1%. Un bêta inférieur à 1 signifie que le cours de l'action est plus stable que l'ensemble des cotations.

A la Bourse, la prime globale de risque correspond donc au Bêta majoré du risque afférent au marché des actions vis-à-vis du taux d'intérêt sans risque.

Par exemple, à un moment donné, avec un Bêta de 1,2 la prime de risque (Bêta + risque afférent au marché) est égale à 4,80% ainsi qu'il résulte du calcul suivant.

| | | |
|---|---|---|
| OAT 10 ans considérées sans risque | 3,75% | (taux utilisé début 2007) |
| Prime de risque du marché des actions vis-à-vis des OAT | 4,00% | |
| Incidence du Bêta d'une action donnée 1,2 | 0,80% | (4% × (1,2 -1) |
| | 8,55% | soit : |

Prime de risque globale + Taux des OAT sans risque
4,80% 3,75%

Pour les entreprises non cotées, le calcul est beaucoup plus difficile. Cependant, des organismes (essentiellement anglo-saxons) publient des taux de risques pour chaque secteur d'activité.

L'association du taux d'intérêt sans risque et de la prime de risque est introduite dans le modèle économique appelé MEDAF (Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers). Ce modèle a pour base l'idée que le rendement d'un actif doit équilibrer la charge totale constituée par le taux d'intérêt sans risque et la prime de risque.

Ainsi, une société dont la prime de risque est de 8% (y compris inflation) doit offrir un rendement bénéficiaire d'au moins 10% pour présenter un rendement valable, selon la balance équilibrée suivante :

| | | | |
|---|---|---|---|
| Taux d'intérêt sans risque | 2% | | |
| Prime de risque | 8% | Rendement minimum | |
| Charge financière totale | 10% | à obtenir | 10% |

## III. Taux de croissance

Le volume de l'activité d'une entreprise varie chaque année. L'évaluation d'une firme tient compte des prévisions relatives à ces évolutions, comme on l'a déjà indiqué.

Les variations d'activité sont fonction :

- de l'environnement économique général (mondial et national) ;
- du métier de l'entreprise (secteur professionnel porteur, stagnant ou en déclin) ;
- de la firme elle-même.

Il peut y avoir des différences importantes d'évolution entre chacun de ces trois niveaux. Une économie dynamique est un facteur global, évidemment favorable pour toutes les branches d'activité et toutes les entreprises situées en son sein. Même les secteurs en déclin profitent de ce dynamisme qui a d'ailleurs pour effet d'amortir les problèmes sociaux de l'ensemble et donc de faciliter la gestion des firmes en difficulté.

Au sein d'un secteur, les corrélations de prospérité entre entreprises sont évidemment très fortes. Il y a parfois quelques exceptions, par exemple, la petite entreprise spécialisée sur une « niche » d'un marché et qui demeure prospère même si ses confrères éprouvent des difficultés.

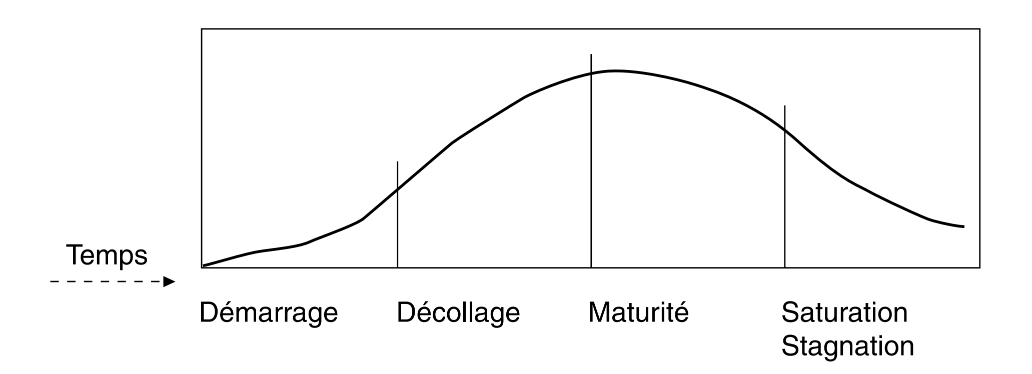
L'évolution de l'entreprise elle-même est fonction de facteurs endogènes qui l'amènent à connaître, selon les cas, une période de croissance, de stagnation ou de recul.

Lorsqu'il s'agit de taux de croissance (ce qui est la majorité des cas), une progression dite à « deux chiffres », c'est-à-dire à 10% et plus, n'est guère envisageable de façon continue, sur une très longue période, surtout si la firme connaît déjà un tel accroissement depuis plusieurs années.

Au même titre que les produits qu'elle vend, l'évolution d'une entreprise peut suivre (avec bien des variantes) une courbe proche de celle du graphique ci-après.

Après une période difficile où la jeune entreprise cherche ses premiers clients, elle peut ensuite, si ses produits sont compétitifs, augmenter son impact, jusqu'à atteindre une taille qui la rende plus stable.

Ce n'est que si elle entre sur un nouveau marché (*cf.* TF1 dans la TNT) ou se développe à travers de nouveaux produits (*cf.* EADS avec l'A380 et l'A350), qu'elle pourra maintenir un taux de croissance *a priori* positif.




## IV. ACQUISITION D'UNE PART MAJORITAIRE OU MINORITAIRE

Sur le seul plan de l'évaluation, la valeur attribuée à une prise de contrôle majoritaire ou à l'acquisition d'une infime fraction du capital (une action par exemple), n'est pas identique, toutes choses égales par ailleurs.

Il existe une prime de contrôle qui rend plus onéreuse l'acquisition de parts conférant ce contrôle, par rapport à une simple prise de participation financière.

On distinguera, pour la France, les seuils suivants d'acquisition[1] :

| | |
|---|---|
| – totalité de l'entreprise | (100%) |
| – majorité excluant une minorité de blocage | (66,67% à 99,99%) |
| – majorité simple | (50,01% à 66,66%) |
| – parité[2] | (50%) |
| – minorité de blocage | (33,34% à 49,99%) |
| – minorité simple | (10% à 33,33%) |
| – prise de participation financière avec tous les degrés possibles d'influence | (de 0% à 9,99%) |

Différents coefficients majorateurs ou minorateurs sont applicables à ces diverses situations.

Les échelles usuelles de ces pondérations vont de 1 (propriété de l'intégralité de l'entreprise) à 0,7 pour la simple participation financière. En fait, il convient de les mesurer en fonction de chaque cas particulier :

1. Certains de ces seuils correspondent à des règles juridiques relatives aux prises de décision dans les assemblées générales d'actionnaires.
2. La parité, ou présence de deux actionnaires détenant chacun 50% d'une société, constitue en général une situation défavorable pour une entreprise. En effet, les prises de décision peuvent être bloquées en cas de désaccord des deux copropriétaires.

- influence conférée par la participation acquise (qui peut venir en complément d'un paquet d'actions déjà détenu, ce qui est différent d'un achat *ex nihilo*) ;
- facilité de revente des titres acquis. De ce point de vue, une petite quantité d'actions peut être plus facilement négociable qu'un pourcentage important du capital.

Dans la pratique, les coefficients majorateurs ou minorateurs s'appliquent sur des évaluations relatives à des sociétés de taille déjà respectable. Dans le cas d'affaires « familiales », ces coefficients sont marginalisés par rapport à la part « intuitive » de la valeur estimée par chaque acteur.

## Clés d'accès

### Chapitre 3 - Retraitement économique comparé des comptes

*L'idée de base est d'extraire de la comptabilité la réalité économique, souvent occultée par des traitements particuliers (parfois dûs à l'utilisation de normes comptables hétérogènes).*

### I. à IV. - Retraiter les comptes sociaux

*Les clés indiquées ci-dessous reprennent les rubriques susceptibles de retraitement, par thème, sans distinguer sur cette page, celles qui relèvent du bilan et celles qui appartiennent au compte de résultat. Le développement détaillé suivra un ordre d'exposition plus classique, en distinguant successivement les postes du bilan, du compte de résultat et du tableau de financement.*

*Pour chaque rubrique, les retraitements effectués afin de parvenir à la réalité économique varient en fonction des chiffres comptables, eux-mêmes déterminés par des normes nationales différentes (dont certaines seront décrites).*

***Exploitation***

- Valeur réelle des fonds de commerce comptabilisés
- Valeur réelle des immobilisations et leur utilité réelle pour l'exploitation de l'entreprise (brevets et marques, immobilier, matériel, véhicules, titres de participation, etc.)
- Examen de la cadence d'amortissement retenue pour les immobilisations
- Crédit-bail (retraitement)
- Valeur réelle des stocks
- Valeur réelle des créances
- Traitement des en-cours et transferts de charges
- Comptabilisation des engagements pour les retraites du personnel
- Traitement des provisions pour charges, pour risques, de dépréciation d'actif (sous-évaluation ou surévaluation) et plus généralement prise en compte des risques (« contingencies diligences »)
- Passif latent (son examen rejoint celui du « hors bilan » indiqué ci-dessous)
- Rôle et pérennité des subventions éventuelles

***Finance***

- Retraitement du « window dressing » effectué sur la trésorerie (améliorations artificielles par mobilisation temporaire de créances et destinées à la présentation extérieure)
- Comparaison de la trésorerie nette et du résultat financier
- Réintégration du crédit-bail dans les dettes financières
- Valeur actuarielle des dettes financières
- Comptabilisation des opérations en devises

***Exceptionnel***

- Justification du classement de certaines opérations en exceptionnel

***Retraitements fiscaux***

- Incidence fiscale des corrections effectuées sur tous les autres postes cités
- Autres problèmes liés à la fiscalité

***Retraitements relatifs au « hors bilan »***

- Engagements hors bilan (engagements apparents et effectifs)

## V. - Retraiter les comptes consolidés

### 1. Consolidation et évaluation

### 2. Périmètre de consolidation

### 3. Classement de certaines rubriques afférentes à l'achat d'une entreprise par une autre firme

## VI. - Retraiter les comptes prévisionnels

### 1. Comptes prévisionnels de la loi de 1984

### 2. Autres comptes prévisionnels

## VII. - Exemple de retraitement des comptes sociaux

## VIII. - Pratique de retraitement des comptes consolidés

Mots clés à voir éventuellement dans le lexique :

- ✓ **Coût historique**
- ✓ **Analyse classique de bilan**
- ✓ **Analyse de gestion d'un bilan**

Chapitre

# 3 RETRAITEMENT ÉCONOMIQUE COMPARÉ DES COMPTES

La comptabilité semble pouvoir donner, sur le champ, les bases financières de l'évaluation d'une société. Le bilan paraît fournir la connaissance de la « valeur patrimoniale » de la firme considérée, tandis que le compte de résultat indique les flux réalisés et en particulier le bénéfice intégré dans ces flux, base du rendement de l'entreprise.

À première vue, l'avoir des actionnaires et donc la valeur que représente la propriété de l'entreprise est égale à l'actif net (soit les fonds propres qui apparaissent en haut de bilan). Quant au bénéfice, ne l'a-t-on pas en lecture directe, à la fois au bas du compte de résultat et au bilan, dans une ligne particulière des capitaux propres ?

Seulement, cette valeur d'actif net, telle qu'elle apparaît, doit être profondément retravaillée pour avoir un sens économique. Il en est de même pour le résultat.

Ces retraitements sont à apporter pour différentes raisons, les unes tenant à la mécanique comptable qui comporte une part de conventions parfois arbitraires au niveau de certains postes[1], les autres, aux déviations conscientes ou diffuses des entreprises.

L'arbitraire existe dans les chiffres de certaines rubriques comptables :

- celles qui sont soumises à des calculs standard nécessairement un peu éloignés de la réalité matérielle (par exemple, les annuités d'amortissement qui mesurent de façon très générale, la vétusté des immobilisations physiques) ;
- celles qui sont présentées en « coûts historiques »[2], alors que les variations monétaires et l'inflation ont fait décrocher la valeur comptable de la valeur réelle.

---

1. La mise en œuvre des normes IFRS depuis 2005 pour les sociétés cotées vise à ce que les états comptables consolidés présentent une image plus juste de la valeur économique du groupe. Pour autant, bon nombre de sociétés n'étant pas cotées et donc non obligées d'appliquer ces nouvelles règles, les normes comptables traditionnelles s'appliquent et les valeurs comptables qui apparaissent peuvent être significativement différentes de la valeur économique des lignes sous jacentes.
2. Soit en France, la quasi-totalité des rubriques des comptes sociaux.

Quant aux déviations, elles existent également. La comptabilité devrait être une photographie précise et « fidèle » de l'entreprise, en dépit des contraintes évoquées ci-dessus. En fait, elle est bien souvent un portrait enjolivé, peut-être une photo, mais très retouchée, à l'usage des tiers et particulièrement de ce prétendant qu'est un acquéreur potentiel, petit ou grand actionnaire existant ou possible[1].

L'évaluation d'une entreprise met en jeu pratiquement la fiabilité de l'application de toutes les méthodes et de tous les principes de la comptabilité. Elle remet en cause l'image comptable de cette entreprise, et par là les méthodes comptables, nationales et internationales, professionnelles ou générales.

Pour comprendre le fondement de cette remise en cause, il s'agit de bien connaître les principes et méthodes comptables. Il faut également tenir compte du point de vue de l'acquéreur qui, comme on l'a déjà souligné précédemment, valorisera plus ou moins certains actifs en fonction des synergies qu'il escompte, et plus généralement de sa stratégie une fois l'acquisition réalisée.

On étudiera les retraitements des comptes, successivement d'un point de vue général puis plus en détail au niveau du bilan, du compte de résultat, du tableau de financement et des comptes consolidés.

## I. Sous quel angle retraiter les comptes ?

### 1. Perspective de continuité d'exploitation

Le retraitement du bilan est de nature très différente, selon que l'on se place dans l'hypothèse d'une continuation d'activité ou pas. En particulier, dans le cas de cessation d'activité, les immobilisations industrielles n'ont pas une grande valeur, puisque, par définition, elles n'auront plus d'utilisation opérationnelle.

Par exemple, une petite société industrielle en achète une autre qui est en difficulté et n'a plus qu'une faible activité. Ce qui intéresse la première société concerne essentiellement les locaux disponibles de la cible, parce qu'ils sont mitoyens des siens propres. Dans un tel cas de figure, ce sont les immobilisations patrimoniales qui auront de la valeur alors que tout le reste de l'actif ne présentera guère d'intérêt pour le repreneur. En effet, celui-ci arrêtera probablement les fabrications de la société achetée pour les remplacer, sur le site, par les siennes propres.

Toutefois, la présence sur ce même site d'une main-d'œuvre formée doit être prise en considération, si ce personnel peut être réembauché par l'acquéreur dans le cadre de sa propre activité.

### 2. Valeur comptable et valeur économique

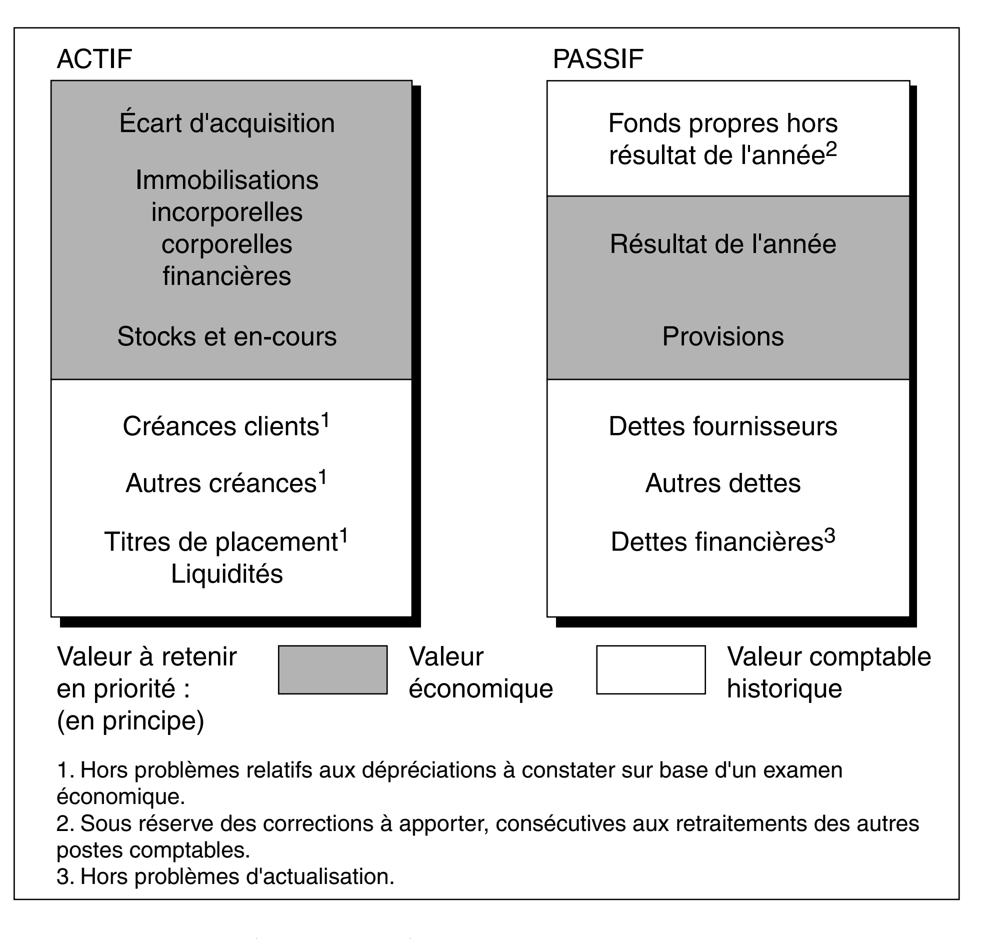
Un autre aspect du retraitement des comptes concerne les liens existant entre une rubrique du bilan et ses valeurs économique et comptable.

1. À remarquer toutefois que, grâce aux efforts de toute la profession comptable et des entreprises elles-mêmes, la fiabilité tend à s'améliorer.

### A. Bilan

Un solde en banque a une valeur réelle identique à celle qui est inscrite en comptabilité (sauf cas rarissime où la banque est en faillite). En revanche, un véhicule automobile n'a pas nécessairement le prix économique qui est inscrit sous sa valeur comptable enregistrée (coût historique diminué des amortissements, dans la comptabilité française).

On présentera donc, ci-dessous, un bilan découpé entre les rubriques où la valeur historique comptable s'applique en principe sans problèmes et celles où la valeur économique s'écarte le plus souvent de la valeur comptable.

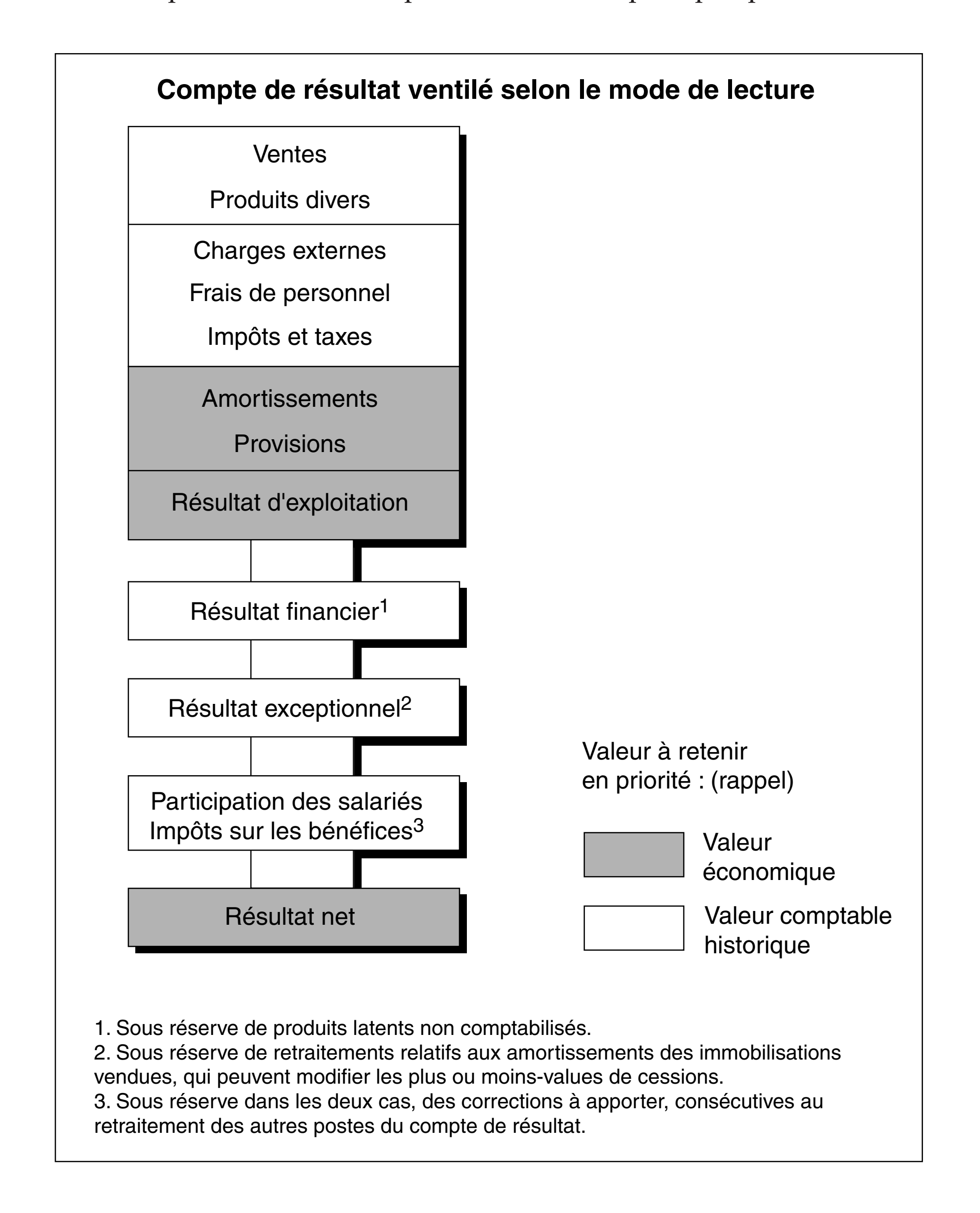



Bien entendu, les différentes lignes à retenir en valeur comptable historique ne fournissent une information correcte que si elles forment, pour chacune d'entre elles, un ensemble exhaustif des données qui doivent y figurer. S'il manque, par exemple, des montants de dettes à l'intérieur du poste « fournisseurs », par suite d'un défaut d'enregistrement de certaines factures, la valeur comptable de la ligne concernée n'est plus exacte.

### *B. Compte de résultat*

Le résultat de l'année est à retraiter en valeur économique, car le compte de résultat est lui aussi affecté par la problématique ci-dessus. Certaines rubriques comptables du compte de résultat n'ont qu'une valeur estimative ou arbitraire, en lien avec ce qui a été dit précédemment (par exemple, pertinence économique de l'annuité annuelle d'amortissement).

Voici un compte de résultat découpé selon les mêmes principes que le bilan.



## 3. Normes comptables et fiscales et valeur économique

Dans le cadre d'une évaluation, l'analyse du bilan doit être purement économique et ne pas se trouver influencée par :

- les normes comptables utilisées
- les normes fiscales applicables

Cette question est particulièrement aiguë si l'évaluation porte sur une entreprise d'un pays différent de celui de l'évaluateur.

Les normes comptables sont nombreuses et en concurrence.

La « hiérarchie » des normes comptables est la suivante (en ne reprenant que les normes nationales qui nous intéressent le plus directement) :

**Organismes et normes internationales**

IASB (International Accounting Standards Board), organisme qui édicte les normes IAS et IFRS

**Organismes et normes nationales (a)**

| US (FASB) | Britanniques (ASB) | Françaises (CNC) |
|---|---|---|
| Normes : US GAAP | Normes : UK GAAP | Normes : NPC (French GAAP) |

(a) FASB = Federal Accounting Standards Board, ASB = Accounting Standards Board, CNC = Conseil National de la Comptabilité, GAAP = Generally Accepted Accounting Principles

Hiérarchie ne signifie pas prééminence absolue et systématique d'une norme sur l'autre. Ainsi, les normes IFRS édictées par l'IASB ne sont pas reconnues par le FASB américain (une réconciliation de l'actif net avec les normes US est obligatoire), même si les deux organismes ont convenu, en 2006, de faire progressivement disparaître les différences entre les deux systèmes. Aussi, les sociétés désireuses de se faire coter à New York ont tendance à utiliser les normes américaines, au moins pour leurs comptes consolidés, quelle que soit leur nationalité. L'incidence des normes nationales sur les comptes peut être très forte et n'est pas seulement un sujet de débat d'experts.

La fiscalité nationale a aussi une influence sur la présentation des comptes. Par exemple, le fisc français pourra admettre, voire même préconiser, l'inscription en immo-

bilisations de certaines dépenses, afin que leur charge ne vienne pas, en une seule année, alourdir le résultat de l'exercice.

Cette procédure peut ne correspondre à rien sur le plan économique.

Notons enfin que les normes européennes se fondent dans les nouvelles normes internationales édictées par l'IASB qui, rappelons le, s'est substitué à l'IASC en 2001. Le travail de la commission de Bruxelles a consisté à transposer progressivement dans les différents pays de l'Union européenne les normes IAS et IFRS établies par l'IASB.

## 4. Traiter les écarts entre valeur comptable et valeur économique

Toutes les différences entre valeur économique et valeur comptable s'imputent finalement sur les fonds propres comptables pour en arriver aux fonds propres économiques. En effet, la valeur bilantaire (« patrimoniale ») d'une entreprise ou « actif net » est arithmétiquement égale à la valeur de tout l'actif, minoré de la valeur de toutes les dettes vis-à-vis de l'extérieur. Ce raisonnement continue à s'appliquer lorsque les actifs et les dettes ont été retraités. Le montant d'un patrimoine privé se calcule d'ailleurs de la même façon.

ACTIF

| (1) Chiffres comptables | (2) + Écarts d'évaluation | = | (3) Chiffres économiques |
|---|---|---|---|
| Actif Comptable | Écarts sur Actif | | Actif économique |

PASSIF

| (1) Chiffres comptables | (2) + Écarts d'évaluation | = | (3) Chiffres économiques |
|---|---|---|---|
| Actif net comptable ou fonds propres comptables | Écarts sur Actif – Écarts sur Passif externe | | Actif net économique ou fonds propres économiques |
| Dettes extérieures comptables | Écarts sur Passif externe | | Dettes extérieures économiques |

Un exemple chiffré permettra d'illustrer les problèmes de valeur et également de mettre en exergue la gestion réelle d'une société.

*A. Soit le bilan comptable de la société « Perron » :*

| ACTIF | | [1] | PASSIF | | [1] |
|---|---|---|---|---|---|
| Immobilisations | | | Fonds propres hors résultat de l'année | 250 | RP |
| incorporelles | 12 | CEO | Résultat de l'année | 20 | RP |
| corporelles | | | Provisions | | |
| opérationnelles | 180 | CEO | pour risques | 70 | RP |
| terrains et construction | 110 | CEP | pour charges | 75 | CEO |
| financières | 50 | CEO | | | |
| Stocks et en-cours | 50 | CEO | | | |
| Créances clients | 250 | CEO | Dettes fournisseurs | 220 | CEO |
| Autres créances | 130 | CEO | Autres dettes | 140 | CEO |
| Titres de placement | 100 | TR | Dettes financières | 137 | TR |
| Liquidités | 30 | TR | | | |
| TOTAL | 912 | | TOTAL | 912 | |

Valeur à retenir en priorité : (rappel)
- Grisé : Valeur économique (Immobilisations, Stocks et en-cours ; Résultat de l'année, Provisions)
- Blanc : Valeur comptable historique

1. Rattachement des rubriques comptables aux rubriques de gestion (cf. lexique en fin d'ouvrage) :
CEO = Capital employé opérationnel. CEP = Capital employé patrimonial.
TR = Trésorerie. RP = Ressources propres.

Ce bilan comptable donne le bilan de gestion (*cf.* lexique) ci-après :

| | |
|---|---|
| **Capital employé opérationnel** | 237 |
| **Capital employé patrimonial** | 110 |
| **Emplois** | 347 |

| | |
|---|---|
| **Ressources propres**[1] | 340 |
| **Trésorerie** | 7 |
| **Ressources** | 347 |

1. dont fonds propres : 250 + 20 = 270.

À partir de ce bilan de gestion tiré de la comptabilité, dressons un bilan économique, compte tenu des hypothèses suivantes :

1° Les immobilisations incorporelles incluent des frais d'établissement non amortis pour 5.
2° Les immobilisations corporelles opérationnelles comprennent du matériel vétuste inscrit pour 20, alors qu'il conviendrait de le mettre au rebut.
3° Les constructions, dont la valeur nette comptable est de 110, doivent en fait être réévaluées à 125.
4° La participation dans une filiale, inscrite pour 50, ne tient pas compte de son développement récent, lequel augmente sa valeur de 10.
5° Des stocks enregistrés pour 10 ne sont plus utilisables depuis des années.
6° Un client, ayant une dette de 12 vis-à-vis de la société, est depuis un an, dans une situation très difficile, mais rien n'a été provisionné au cours du dernier exercice.

---

*Nota Bene :* à noter que les données ci-dessus concernent les bilans individuels d'une seule société. Dans le cas de bilans consolidés, une partie des données peut faire l'objet d'ajustements économiques incorporés dans les comptes. La mise en œuvre de ces ajustements est renforcée par les nouvelles règles fixées par le Conseil National de la Comptabilité transposant les normes IFRS édictées par l'IASB.

### *B. Le bilan retraité de la société « Perron »*

A partir de ces données, les valeurs comptables doivent être retraitées comme suit :

| Bilan comptable | | | |
|---|---|---|---|
| (1) Valeur comptable | | (2) Retraitement | (3) Valeur économique (1) + (2) |
| **ACTIF** | | | |
| Immobilisations | | | |
| incorporelles | 12 | (5) | 7 |
| corporelles | | | |
| opérationnelles | 180 | (20) | 160 |
| terrains et construction | 110 | 15 | 125 |
| financières | 50 | 10 | 60 |
| Stocks et en-cours | 50 | (10) | 40 |
| Créances clients | 250 | (12) | 238 |
| Autres créances | 130 | | 130 |
| Titres de placement | 100 | | 100 |
| Liquidités | 30 | | 30 |
| ACTIF TOTAL | 912 | (22) | 890 |

Les retraitements ont un impact sur les fonds propres hors résultat de l'année, à l'exception du retraitement des créances clients qui concerne le résultat du dernier exercice.

Dans ces conditions, le bilan de gestion retraité devient :

| Bilan de gestion | (1) Valeur comptable | (2) Retraitement | (3) Valeur économique (1) + (2) |
|---|---|---|---|
| **Capital employé opérationnel** | 237 | (37) | 200 |
| **Capital employé patrimonial** | 110 | 15 | 125 |
| **Emplois** | 347 | (22) | 325 |
| **Ressources propres**[1] | 340 | (22) | 318 |
| **Trésorerie** | 7 | | 7 |
| **Ressources** | 347 | (22) | 325 |

1. dont fonds propres :
250 + 20

| | (1) | (2) | (3) |
|---|---|---|---|
| = | 270 | (22) | 248 |

On remarquera incidemment que la valeur réelle des emplois détermine, au final, le montant économique des fonds propres. Les ressources sont donc largement tributaires de la valeur économique.

Les fonds propres suivent donc une variation positive ou négative de même sens que les capitaux employés.

Bien entendu, cet exemple, qui préfigure ce qui va être détaillé ultérieurement, n'a rien d'universel. De nombreux autres cas peuvent apparaître dans la réalité.

Toutefois, de tels retraitements sont ceux que les évaluateurs rencontrent le plus fréquemment. En effet, généralement, les comptes de dettes opérationnelles (fournisseurs et autres dettes d'exploitation) supportent moins d'ajustements que les postes d'actif, relatifs notamment aux immobilisations. Le retraitement de l'actif a donc un poids économique plus lourd que celui du passif.

Une exception importante à cette primauté du retraitement de l'actif dans le calcul du capital employé économique est celle où il est nécessaire de constituer des provisions massives pour charges (lorsque ces provisions, pourtant indispensables, n'apparaissent pas au passif des comptes présentés).

Un point est à signaler à propos des comptes consolidés. Les comptes des filiales consolidées doivent être retraités de la même manière que les comptes sociaux. A noter toutefois que les retraitements à la baisse effectués sur les actifs des filiales conduisent à une réduction corrélative de leurs capitaux propres.

Ce dernier phénomène engendre une hausse de l'écart d'acquisition inscrit dans un bilan consolidé. En effet, cet écart d'acquisition (comptable) représente la différence entre le prix d'achat d'une filiale et les fonds propres de cette filiale. Il se trouve donc augmenté du fait de la réduction du montant de ces fonds propres. Un retraitement à la hausse aboutit, bien entendu, au phénomène inverse.

## II. ANALYSER LES POSTES DU BILAN

### 1. Analyser l'actif

Selon le mode comptable traditionnel, la valorisation des actifs se fait mécaniquement, en prenant en compte les coûts historiques inscrits dans la comptabilité. Cette manière de procéder est simple sur le plan pratique, mais ne rend pas compte, de façon précise, de la valeur réelle des actifs. En particulier, dans le cas des immobilisations qui demeurent plusieurs années (et parfois des dizaines d'années) au bilan, les coûts (minorés des amortissements, eux aussi appliqués de façon arithmétique), font apparaître un solde parfois très arbitraire.

L'inflation, en particulier, n'est pas reflétée dans les comptes, sauf exceptions (cas des réévaluations légales en France et comptes corrigés de l'inflation dans certains pays).

On cite toujours le cas d'immeubles qui apparaissent aux bilans pour une valeur unitaire de quelques centaines de milliers d'euros, voire moins, alors que leur prix réel se mesurait en millions ou dizaines de millions.

Une tendance plus récente, officialisée par l'application des normes IAS/IFRS pour les comptes consolidés des sociétés cotées, a été de valoriser les actifs (notamment les immobilisations) sur la base de leur coût de remplacement actuel.

Aujourd'hui, de façon plus prospective, l'idée est d'évaluer, dans la mesure du possible, les éléments d'actif sur la base de l'enrichissement qu'ils peuvent apporter. Bien entendu, cette méthode n'est pas toujours aisée à mettre en œuvre.

Toutes ces questions vont être examinées à propos des modalités de valorisation de chaque poste de l'actif.

### A. Immobilisations incorporelles

#### a) Frais d'établissement

Les frais d'établissement sont constitués par les dépenses occasionnées par la création de l'entreprise (frais juridiques, d'enregistrement, etc.). Ces dépenses sont inscrites en immobilisations et amorties sur un certain nombre d'années. Sont également inscrites à ce poste les dépenses ultérieures de même nature (par exemple, frais d'augmentation de capital).

En cas d'achat d'une société, il est évident que la valeur effective des frais d'établissement non amortis est très faible. Ceci est encore plus vrai quand l'acquéreur envisage de fusionner sa future acquisition avec son entreprise préexistante. En fait les frais d'établissement ne sont que des traces du passé. Ils ne peuvent pas être vendus par l'entreprise à un tiers et n'ont donc pas de valeur marchande.

#### b) Frais de recherche - développement

Ces frais sont constitués par les dépenses de l'entreprise en matière de recherche et de développements nouveaux. Les dépenses relatives à des brevets sont traitées hors de cette rubrique.

Les frais de recherche-développement peuvent couvrir de multiples domaines (recherche-développement industrielle, informatique, etc.).

Là aussi, il convient d'examiner si les sommes accumulées ont une valeur pour l'avenir. Dans le cas contraire, les dépenses inscrites en recherche-développement (« R et D ») correspondent à des frais qui auraient dû être imputés immédiatemment sur l'exercice en cours.

En fait, les frais en cause doivent être amortis partiellement chaque année. Cet amortissement entre dans le prix de revient du produit qui a été l'objet des frais de recherche. Le solde comptable de frais de R et D non amortis n'a une valeur réaliste que si son montant peut être amorti sur la durée de vie prévisible du produit généré, sur la base des annuités déjà enregistrées.

Préalablement à cette étude estimative, il est donc nécessaire d'affecter les frais de R et D aux différents objets de ces recherches, au cas où la comptabilité analytique ne donnerait pas ces renseignements.

#### c) Brevets

Cette rubrique est alimentée par :

- l'immobilisation de dépenses internes relatives à des brevets pris par l'entreprise, à la suite de travaux menés en son sein ;
- l'acquisition de brevets extérieurs.

Là encore, il convient d'examiner, de manière très prudente, si les brevets en portefeuille et inscrits dans les comptes, sont toujours utiles à l'entreprise et quelle rentabilité elle peut en tirer.

Le calcul se fera à partir du profit net dégagé par le brevet. Ce profit sera capitalisé sur la période de vie restante estimée du brevet pour déterminer la valeur économique de celui-ci.

Par exemple, si l'on estime que le bénéfice apporté par le brevet sera de 1 million en euros constants pendant 5 ans, la valeur de ce brevet peut être estimée à 5 millions d'euros avant actualisation.

Une actualisation classique avec un taux d'intérêt de 2% et une prime de risque de 5% ramène la valeur de ce brevet à 4,39 millions.

Si aucun produit ne peut être tiré de ce brevet, il faut examiner s'il y a une possibilité de vente à un tiers ou de rétrocession au détenteur exclusif initial. La valeur attribuée au brevet sera sa valeur probable de cession (valeur d'ailleurs bien difficile à chiffrer).

#### *d) Marques*

S'il est possible d'immobiliser une marque acquise à l'extérieur, tant en France que dans les pays anglo-saxons, le Code de commerce français interdit l'enregistrement de dépenses pour la création en interne d'une marque.

Cela dit, l'application des normes IFRS3, IAS 36 et 38 permet dorénavant aux groupes cotés de valoriser chaque année les marques et autres droits immatériels à leur « juste valeur », permettant à ces groupes de présenter des comptes analogues à ceux soumis aux réglementations des pays anglo-saxons.

En pratique, les marques peuvent atteindre des valeurs très considérables.

Chaque année des sociétés de conseil publient des classements des grandes marques mondiales sur la base d'évaluations relativement convergentes :

– En tête au niveau mondial, les marques Coca-Cola et Microsoft se situent aux alentours de 60 milliards de dollars.
– Parmi les marques françaises évaluées à 5 milliards de dollars ou plus, on trouve Louis Vuitton (évaluée entre 16 et 20 milliards de dollars), L'Oréal, BNP Paribas, Chanel, Cartier, Danone, Auchan ou Renault.

Comment est-on parvenu à ces chiffres et comment estimer une marque ?

Les coûts historiques de « fabrication » de la marque ne reflètent que les dépenses du passé et sont très difficiles à isoler. Ils ne peuvent donc servir à la valorisation économique.

En ce qui concerne les marques acquises à l'extérieur, leur valeur historique au bilan ne correspond en général plus à leur valeur actuelle.

Il semble que l'on puisse fonder la valeur d'une marque sur l'augmentation de prix consentie par l'acheteur du produit couvert par la marque, du fait de la notoriété de cette marque.

Autrement dit, on mesure l'écart entre le prix du produit sous marque et celui d'un produit générique équivalent. Cet écart constitue une marge complémentaire, dont il convient de déduire les frais supportés pour le maintien et l'amélioration de l'image de la marque.

Un exemple chiffré permettra d'illustrer ce calcul.

Soit le cas des vendeurs de paquets de pain grillé à la suédoise. À qualité égale, un fabricant non connu vend chaque paquet 1,22 euro. Un fabricant très connu pourra les vendre 1,98 euro. S'il vend chaque année 600 000 paquets, cela représente un complément de prix de :

$$600\,000 \times (1{,}98 - 1{,}22) = 0{,}46 \text{ million}$$

Toutefois, il faut déduire les frais de publicité et les frais d'enregistrement et de défense juridique de la marque. Tous ces frais sont estimés à 0,08 euro par paquet. La marge nette générée par la marque est donc de :

$$600\,000 \times (1{,}98 - 1{,}30) = 0{,}41 \text{ million}$$

Il ne reste qu'à donner une valeur actualisée à cette marge nette. Si l'on estime que la consommation sera stable et que la durée du produit est d'au moins dix ans, la valeur de la marque sera (avec un taux d'actualisation de 6%) :

$$3{,}2 \text{ millions} = 0{,}41 + 0{,}41/1{,}06 + \ldots + 0{,}41/(1{,}06)^9$$

Il convient de noter la grande longévité de certaines marques de premier plan dans certains secteurs où l'évolution des techniques ne joue pas un rôle majeur. On a ainsi pu relever l'âge moyen des principales marques pour les produits alimentaires suivants[1] :

| | |
|---|---|
| Cognacs | 190 ans |
| Liqueurs | 150 ans |
| Pâtes alimentaires | 80 ans |
| Biscuits | 80 ans |
| Chocolat en tablettes | 75 ans |
| Entremets | 70 ans |
| Charcuterie | 60 ans |
| Cafés | 50 ans |
| Crèmes glacées | 45 ans |
| Conserves | 40 ans |
| Aliments pour enfants | 40 ans |
| Yaourts | 30 ans |
| Biscottes | 25 ans |
| Surgelés | 25 ans |
| Toniques | 15 ans |
| Laits | 10 ans |

Les nuisances apportées par ces deux premiers types de produits rendent, en fait pour eux, ces délais excessifs.

1. « Les marques, un actif pour l'entreprise ? » - Document n° 1094 du Conseil National de la Comptabilité, publié en mai 1992.

Cette étendue de vie très longue (même si la tendance actuelle est à sa diminution) justifie une valeur élevée. Toutefois, il convient de ne pas généraliser cette grande durée, notamment dans les domaines où l'évolution technique est forte et peut remettre en cause, dans des délais brefs, une marque dont le détenteur n'a pas su mettre à jour le produit sous-jacent.

### *e) Fonds de commerce*

Le fonds de commerce correspondait au XIX$^{e}$ siècle, à la contrepartie comptable des « apports en industrie » rémunérés par des actions ou par des parts de fondateur.

En France, c'est aussi là qu'est inscrite, éventuellement, la prise en compte de la clientèle. Cependant, depuis 1983, les fonds commerciaux non acquis à l'extérieur (achat ou apport), devraient avoir disparu des bilans français.

La clientèle constitutive du fonds peut être liée par des contrats (cas des sociétés de services) ou seulement par des habitudes.

Le fonds de commerce est une survaleur[1]. Mais seule, une analyse économique permet de dire :

- si le fonds de commerce a une valeur effective au moment de l'évaluation ;
- si cette valeur n'est pas sous-estimée ou surestimée dans les chiffres comptables.

Comment mesurer le prix d'un fonds de commerce ? L'exercice ne doit pas dupliquer ce qui a déjà pu être calculé à propos de la marque.

Autrement dit, un chiffrage éventuel de la valeur du fonds serait à effectuer s'il n'y a pas eu de calcul réalisé au titre des marques. Dans cette dernière hypothèse, ce chiffrage de la valeur du fonds de commerce sera de même nature que la valorisation de la marque. Pour une boutique, par exemple, il faudra estimer ce que les clients acceptent de payer en plus au lieu d'acheter à meilleur prix chez des concurrents.

Ce sera le cas, par exemple, d'une épicerie de détail, proche de ses clients, par rapport à une grande surface plus éloignée. Le fonds de commerce est constitué par la proximité et la personnalisation des relations. Ces facteurs peuvent permettre des écarts de prix en faveur du petit commerce.

Soit une épicerie réalisant un chiffre d'affaires annuel de 450 000 euros. Si elle peut se permettre des prix supérieurs, en moyenne de 10% à ceux de la grande surface la plus proche, le surprix constaté est ainsi de 45 milliers d'euros. Mais le petit commerce achète dans des conditions moins intéressantes que les grandes surfaces. La marge complémentaire peut être ramenée, par exemple, à 10 milliers d'euros.

Sur la base d'un taux d'actualisation de 8%, la valeur du fonds de commerce, relative à la seule clientèle, serait théoriquement de 40 milliers d'euros (calcul fait sur une longévité de 5 ans).

En fait, dans beaucoup de cas, la marge générée par le surprix serait égale à zéro ou même négative, dans la mesure où les coûts d'achat supplémentaires, supportés par le petit commerce, annulent cette marge.

1. C'est-à-dire qu'il n'a pas une valeur véritablement identifiable de façon précise.

### *f) Écarts d'acquisition*

Cette rubrique ne concerne que les comptes consolidés. Elle n'existe donc que pour des groupes et, par conséquent, pour des entités ayant une certaine importance.

On sait que l'écart d'acquisition représente la différence entre le coût d'acquisition d'une participation et la valeur comptable des fonds propres de cette participation. Lorsque cette valeur réelle est inférieure au coût d'acquisition, l'écart du même nom se situe à l'actif. Il est placé au passif dans le cas contraire (qui est beaucoup plus rare).

Quelle est la valeur réelle des écarts d'acquisition ? Faut-il les compter pour zéro ?

En fait, un premier retraitement est à faire au niveau du bilan des filiales concernées. Ce retraitement conduit à calculer un nouvel écart d'acquisition, inférieur ou supérieur à celui qui était constaté, selon que les fonds propres de la filiale ont été réévalués de façon positive ou négative. La réévaluation des fonds propres se fait elle-même en fonction des retraitements des autres rubriques du bilan, comme on l'a vu plus haut.

Cette question étant réglée, le problème de l'écart d'acquisition relève de l'approche retenue : au titre des comptes annuels, les Anglais ont considéré pendant longtemps qu'aucun amortissement n'est à effectuer à son sujet[1]. Les Américains l'amortissent en quarante ans. Les Européens du continent, dont les Français, sont plus stricts et les durées d'amortissement retenues sont plus brèves. Enfin, les normes IFRS prévoient la dépréciation éventuelle des écarts d'acquisition suivant les conclusions des tests « d'impairment » réalisés chaque année. Ces tests *d'impairment* consistent à estimer la juste valeur de ces écarts d'acquisition en fonction des cash-flows futurs engendrés par les participations sous-jacentes consolidées.

Pour autant, l'écart d'acquisition est une notion purement comptable et ne semble pas devoir interférer sur les calculs économiques envisagés ici.

D'ailleurs, les analystes financiers de tous pays ont tendance à raisonner sur les résultats nets avant amortissement annuel de l'écart d'acquisition. La gestion courante des groupes est également pensée hors un tel amortissement. Ainsi, face aux actionnaires, les présidents-directeurs généraux demandent souvent à voir leurs performances jugées, non sans raison, sur un résultat net avant amortissement de l'écart d'acquisition.

L'écart d'acquisition n'est donc pas, en principe, une non-valeur. Il est à faire figurer pour le nouveau montant auquel conduit le retraitement des actifs économiques propre aux filiales consolidées. Ce montant est ensuite à évaluer en fonction de l'enrichissement qui sera procuré par les filiales, en sus des produits générés par leurs actifs retraités. La part d'écart d'acquisition non porteuse de résultats futurs sera alors comptée pour zéro et imputée sur les réserves.

On peut résumer les différentes règles relatives au traitement des principales immobilisations incorporelles, dans le tableau suivant :

1. Hormis les cas d'une dépréciation totale dès la première année.

**Principales normes de comptabilisation des immobilisations incorporelles**

| IAS/IFRS[1] | US GAAP[2] (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| **1° - Frais d'établissement** | | | |
| Non immobilisés. | Non immobilisés. | Non immobilisés. | Immobilisés et à amortir en 5 ans maximum. |
| **2° - Frais de recherche-développement** | | | |
| * Recherche : non immobilisée.<br>* Développement : immobilisé si le produit tiré du développement, est rentable. | Non immobilisés Imputés chaque année en charge. | * Recherche : non immobilisée.<br>* Développement : immobilisé si le produit tiré du développement, est rentable. | Immobilisés.<br>Amortissement sur 5 ans maximum. |
| **3° - Brevets** | | | |
| Immobilisés. Montant comptabilisé amorti en général en fonction de la durée de vie du brevet. Par ailleurs, montant soumis à un *impairment test* (ou test de dépréciation) au moins une fois par an. Ce test doit permettre d'estimer la valeur économique engendrée par le brevet, cette dernière étant ensuite comparée à la valeur nette comptable. | Immobilisés. Dépréciés sur la durée de vie du brevet + 5 ans. Évalués chaque année sur la base du cash flow prévisionnel. | Immobilisés.<br>Amortissables. | Immobilisés.<br>Amortis sur la durée effective d'utilisation. |

1. IAS : International Accounting Standard.
IFRS : International Financial Reporting Standard.
2. GAAP : Generally Accepted Accounting Principle.

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| **4° - Marques** | | | |
| *Cf.* brevet si ce n'est que les marques ne sont *a priori* pas amorties, leur durée de vie étant indéfinie. | Rubrique non utilisée en comptabilité. | Amorties en 20 ans<br>ou pas du tout. | Distinctes du fonds de commerce.<br>Les marques ne semblent pas pouvoir être amorties, mais peuvent être dépréciées si leur valeur économique est inférieure à la valeur comptable. |
| **5° - Fonds de commerce** | | | |
| * Créé : non immobilisé.<br>* Acquis : peut être immobilisé, est soumis dans ces conditions à des tests annuels de dépréciation (*cf.* brevets). | Rubrique non utilisée en comptabilité. | * Créé : non immobilisé.<br>* Acquis : peut être immobilisé ; dans ce cas, doit être amorti. | * Créé : non immobilisé.<br>* Acquis : peut être immobilisé.<br>N'est pas amortissable mais peut être déprécié. |
| **6° - Écarts d'acquisition** | | | |
| Affectation de l'écart d'acquisition par réévaluation des actifs acquis chaque année. | Affectation de l'écart d'acquisition par réévaluation des actifs acquis.<br><br>Solde non affecté à amortir (sur une durée pouvant atteindre jusqu'à 40 ans). | Affectation de l'écart d'acquisition par réévaluation des actifs acquis.<br><br>Capitalisation obligatoire (l'imputation directe sur les réserves n'est plus possible depuis 1998). | Affectation de l'écart d'acquisition par réévaluation des actifs acquis.<br><br>À amortir.<br><br>Pas de durée fixée de façon précise. |

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) |
|---|---|---|
| **Règles communes aux immobilisations incorporelles** | | |
| Normes IAS 36 et 38 (révisée en 2004 et pleinement en vigueur depuis 2005).<br><br>Les immobilisations incorporelles sont comptabilisées tant pour celles créées que celles acquises dès lors que :<br>1° leur coût peut être établi de façon fiable ;<br>2° elles apportent un avantage financier futur qui leur soit attribuable.<br><br>On distingue les actifs incorporels à durée indéfinie qui font l'objet chaque année d'un test de dépréciation (*cf.* brevets) et de ceux à durée déterminée qui sont amortis en fonction de la durée de vie de l'actif tout en pouvant faire l'objet d'une réévaluation dès lors que l'actif incorporel est « marchandable ». | La durée de vie des immobilisations incorporelles et donc leur amortissement ne doit pas excéder 40 ans en principe.<br><br>Une dépréciation est à opérer si le montant comptable net n'est pas recouvrable par les flux futurs nés de l'immobilisation. | Valeur initiale = coût<br>Valeur ultérieure calculée sur la base de la valeur actualisée du *cash flow* futur généré par l'investissement incorporel.<br><br>Provision à créer, si la valeur nette comptable est supérieure au montant recouvrable.<br><br>Amortissement en 20 ans au maximum ou plus si justifié et même pas d'amortissement s'il n'y a pas de dépréciation à constater au titre de l'immobilisation. |

De manière générale, l'idée est maintenant que la valorisation d'une immobilisation incorporelle (et aussi corporelle) doit s'effectuer sur la base de ce que l'entreprise reçoit en retour en avantages économiques.

Cette idée est à retenir dans le cadre des évaluations d'entreprises. Cependant, sur le plan comptable, cette notion est mise en pratique de façon différente selon les réglementations nationales.

Les bilans économiques doivent donc comprendre le retraitement des postes d'immobilisations incorporelles retraités à partir des chiffres déjà existants du fait de la législation locale.

### B. Immobilisations corporelles

#### a) Généralités

Si l'évaluation des immobilisations incorporelles conduit à des positions comptables extrêmes (il est toujours difficile de dire si une donnée invisible a une valeur matérielle ou pas), l'évaluation des immobilisations corporelles semble un exercice plus aisé.

Cependant, là aussi, les choses se sont compliquées. Alors que l'on a longtemps imaginé que la comptabilité donnait une idée juste de la valeur des biens (leur prix de revient, ajusté d'une dépréciation), la tendance moderne est de s'attacher plus à l'avenir qu'au passé et de dire qu'un bien vaut « ce qu'il peut apporter » et non plus « ce qu'il a coûté ».

De manière générale, la valeur d'un bien peut être établie selon quatre définitions :

- valeur vénale } ce que le bien peut rapporter
- valeur d'utilité
- valeur de remplacement } ce que le bien coûte ou a coûté
- valeur comptable ajustée

**1°** La valeur vénale d'un bien est égale au prix que l'on pourrait tirer en le mettant en vente. Il s'agit donc d'un « prix de marché ».

Aussi, la valeur du bien sera calculée à partir des documentations qui fournissent de telles valeurs, par exemple, l'« Argus » pour le prix des voitures automobiles. Il faut de plus prévoir les frais de vente qui sont à déduire des montants relevés, pour obtenir la véritable valeur vénale.

La valeur vénale doit être utilisée pour le calcul du prix des actifs que le repreneur n'envisage pas de conserver, soit qu'ils soient sans rapport avec l'exploitation de l'entreprise cible[1] et de la firme qui la rachète, soit que ces biens n'entrent pas dans l'orientation future que veut donner le repreneur.

Par exemple, une entreprise de BTP en achète une autre. Elle prévoit :

- de mettre en sommeil une partie des activités de la firme rachetée (vente de certains matériels) ;
- de vendre des actifs immobiliers étrangers à l'exploitation.

Tous ces biens sont à évaluer sur la base de la valeur vénale, car ils sortent du champ de la continuité de l'exploitation.

Les autres biens seront utilisés par l'acquéreur et leur évaluation se fera sur des bases différentes.

Au passage, il convient de remarquer que la valeur des actifs est, en partie, fonction du point de vue de l'acquéreur sur le sort futur de l'entreprise à acheter. Nous retrouverons ce point de vue à plusieurs reprises.

---

1. Il s'agira, par exemple, de biens immobiliers, acquis au cours de l'histoire de l'entreprise. *Cf.* notion de « capitaux employés patrimoniaux », mentionnée page 63 et décrite dans le lexique.

**2°** La valeur d'utilité d'un bien est un concept difficile à mettre en œuvre. Selon la définition, la valeur d'utilité d'un bien serait le prix de ce bien établi en fonction du rendement que l'on peut en attendre.

Par exemple, la valeur d'utilité de l'automobile d'un chauffeur de taxi se calculerait ainsi :

Soit une voiture qui permet à ce chauffeur de gagner en brut 30 000 euros en une année.

Si le chauffeur déduit un salaire et des charges fictifs pour 20 000 euros et des frais d'essence et réparations pour 6 000 euros, sa voiture proprement dite lui rapporte 4 000 euros en un an.

S'il pense la garder encore trois ans, la valeur d'utilité de l'automobile est, hors calcul actuariel[1], de : $4\ 000 \times 3 = 12\ 000$ euros.

Bien entendu, un tel calcul est souvent beaucoup plus difficile à établir dans une entreprise plus importante qu'une affaire individuelle de taxi. Les chiffres obtenus sont souvent beaucoup plus incertains.

**3°** La valeur de remplacement représente l'ensemble des coûts à mettre en œuvre pour obtenir un bien de même nature que celui dont on procède à l'estimation.

Ce peut être tout simplement la valeur vénale, si le bien est facile à trouver sur le marché. Ce peut être aussi les frais de fabrication, si le bien a été mis au point par l'entreprise elle-même (par exemple, une machine industrielle spécifique).

La difficulté est de prendre en compte la vétusté plus ou moins grande du bien existant. Cette vétusté est difficile à intégrer dans le coût de remplacement d'un bien vieilli. Ce coût ne doit pas être pris dans son intégralité. En effet, il est logique de considérer que remplacer un vieil engin par un engin neuf apporte un plus à l'entreprise, indépendamment de la valeur de l'ancien matériel.

### Un exemple chiffré illustrera le problème

Soit une machine fabriquée pour l'entreprise et dont le prix de revient s'élevait à 58 000 euros. Le fournisseur de l'époque a disparu et une nouvelle machine rendant les mêmes services reviendrait à 67 000 euros.

Par ailleurs, la machine initiale a une durée de vie de dix ans et est amortissable sur toute cette durée. Elle est déjà amortie sur six ans et a donc une valeur nette comptable de 40% de la valeur initiale en coût historique, égale à 23 200 euros.

En pareille hypothèse, la valeur de remplacement n'atteint pas le chiffre de 67 000 euros puisque la machine actuelle a déjà une certaine vétusté. Elle n'est pas à remplacer dans son entièreté puisqu'elle a déjà beaucoup servi. Si cette machine devait être changée sur le champ, la firme débourserait bien 67 000 euros mais ne perdrait que 23 200 euros

1. Un calcul actuariel sommaire donnerait, sur la base d'un taux de 6% l'an, le résultat suivant : 10 692 euros.

sur la machine ancienne. C'est cette perte qui servira de socle au calcul. On dira que cette valeur de remplacement représente le coût actuel du matériel en place, indexé sur le prix du matériel nouveau, selon la formule :

$$\frac{\text{Valeur de remplacement}}{\text{Valeur brute ancien matériel}} \times \text{Reste à amortir ancien matériel} = \text{Coût économique de remplacement}$$

$$\frac{67\,000}{58\,000} \times 23\,200 = 26\,800 \text{ euros}$$

soit le coût des quatre années à venir pendant lesquelles la production supportera des coûts plus élevés avec la nouvelle machine qu'avec l'ancienne. Au-delà de ces quatre années, l'ancienne machine est supposée ne plus être utilisée, en tout état de cause.

4° La valeur nette comptable qui figure au bilan ne correspond pas, le plus souvent, à la valeur réelle du bien. Cette valeur nette est égale, dans la plupart des comptabilités, à la valeur brute en coût historique du bien, diminuée des amortissements cumulés.

Mais ces amortissements peuvent être dégressifs ou linéaires. La valeur nette est donc le résultat d'un calcul quelque peu arbitraire et souvent orienté en fonction de considérations fiscales.

Par ailleurs, l'inflation n'est pas prise en compte dans le coût historique. Pour une immobilisation ancienne (notamment pour les terrains et constructions), l'inflation peut avoir une incidence importante.

Ainsi de nombreuses sociétés anciennes portent dans leurs bilans des immeubles acquis depuis plusieurs dizaines d'années qui ont pu ne jamais être réévalués. Il est bien évident que le prix inscrit pour ces immeubles n'a plus rien à voir avec leur valeur réelle. Ceci est d'autant plus vrai qu'un grand nombre d'annuités d'amortissement constatées ont encore réduit la valeur comptable historique[1].

Le coût net affiché doit donc être réévalué. Cette réévaluation doit porter à la fois sur le niveau du montant brut des immobilisations et sur celui des amortissements cumulés qui est venu en déduction.

Le point de départ de ces calculs est constitué par les données comptables. Il est donc nécessaire d'examiner les modalités d'élaboration de celles-ci.

Naturellement, le traitement des immobilisations corporelles varie selon les pays. Voici les normes utilisées dans les principaux systèmes comptables.

1. *Cf.* 2-1. supra.

**Principales normes de comptabilisation des immobilisations corporelles**

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| **Généralités relatives aux immobilisations corporelles**<br><br>*** Inscription en immobilisation** | | | |
| Pour être inscrit en immobilisation, un bien doit (IAS 16) :<br>1° présenter un avantage futur pour l'entreprise ;<br>2° avoir un coût mesuré de façon fiable.<br><br>Sa valeur comptabilisée initiale est celle de son coût. | Comptabilisées à leur coût historique sauf si elles proviennent de l'achat d'une filiale et sont donc comptabilisées à la valeur vénale contemporaine de l'acquisition. | Comptabilisées au coût historique mais option possible pour la comptabilisation en valeur réelle.<br><br>Cette dernière possibilité est surtout utilisée pour les terrains et constructions. | – Acquises à titre onéreux : comptabilisées en coût d'acquisition<br><br>– Acquises à titre gratuit : comptabilisées à la valeur vénale.<br><br>Produites par l'entreprise : comptabilisées en coûts de production. |
| *** Traitement ultérieur** | | | |
| Deux possibilités :<br>1° La valeur brute du bien continue d'être celle du coût. Ce coût, diminué des amortissements, ne doit pas être supérieur au montant que l'entreprise compte tirer de l'usage futur du bien (montant récupérable, c'est-à-dire valeur d'utilité ou valeur vénale en retenant le plus élevé des deux montants). Si le coût est supérieur il convient de déprécier.<br>2° Le bien est ensuite enregistré à sa juste valeur, c'est-à-dire à la valeur de marché. | La valeur au bilan doit être égale ou inférieure à la *fair value* qui est : valeur d'utilité calculée sur la base des prévisions de flux de trésorerie générés par l'utilisation future du bien. | Les immobilisations corporelles peuvent être inscrites pour la valeur vénale déterminée à la date de leur dernière évaluation ou pour leur coût actuel. | Un inventaire annuel est établi en « valeur actuelle » : prix qu'accepterait de donner un acquéreur éventuel de l'entreprise, dans l'état et le lieu où se trouve le bien<br><br>(si l'entreprise envisage de vendre le bien, elle utilise la « valeur de marché »). |

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| **Généralités relatives aux immobilisations corporelles (suite)**<br><br>*** Traitement ultérieur (suite)** | | | |
| Si la valeur de marché ne peut être déterminée, le bien est enregistré à défaut au coût de remplacement diminué de l'amortissement.<br><br>Contrepartie au passif des retraitements de valeur effectués sur les immobilisations :<br><br>1° l'accroissement de valeur est inscrit directement en augmentation des fonds propres.<br>Pas d'incidence sur le compte de résultat.<br><br>2° la diminution de valeur est inscrite en diminution des fonds propres, en transitant en charge par le compte de résultat.<br><br>Les dépenses au titre de l'immobilisation, effectuées postérieurement à son acquisition, sont à inscrire en immobilisations, seulement si elles apportent des avantages supplémentaires. | Dans le cas de biens destinés à être vendus, c'est la valeur vénale qui est retenue pour la *fair value*. | | Mais la « valeur actuelle » ne sera retenue dans les écritures que si elle est notablement inférieure à la « valeur nette comptable ».<br><br>La valeur comptable est à comparer à la valeur nette, immobilisation par immobilisation.<br>La constatation d'une moins-value entraîne soit une provision, si la moins-value est réversible, soit un amortissement complémentaire si la moins-value est irréversible.<br><br>En général, une réévaluation positive n'est pas enregistrée (par suite de ses conséquences fiscales négatives pour l'entreprise). |

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| *** Amortissements** | | | |
| L'amortissement doit être calculé sur la différence entre la valeur brute et la valeur résiduelle en fin de vie économique.<br><br>La valeur brute prise en compte est le coût de l'immobilisation ou un autre montant qui lui a été substitué.<br><br>L'amortissement est réparti sur la durée de vie de l'immobilisation.<br>Aucune méthode n'est privilégiée. | L'amortissement doit être calculé sur la différence entre la valeur brute et la valeur de cession récupérable.<br><br>Les amortissements comptables peuvent être :<br>linéaires<br>autres (notamment accélérés). | L'amortissement doit être calculé sur la différence entre la valeur brute et la valeur résiduelle en fin de vie économique.<br><br>L'amortissement (pris en compte dans le résultat) peut rester calculé sur le coût historique, même si un autre montant lui a été substitué au titre de la valeur de l'immobilisation concernée, à condition que cela soit indiqué clairement.<br><br>Les amortissements comptables peuvent être :<br>linéaires<br>dégressifs. | L'amortissement doit être calculé sur la différence entre la valeur brute et la valeur résiduelle, mais ce dernier élément est généralement omis.<br><br>Si les amortissements du compte de résultat fiscal sont supérieurs à ceux du compte de résultat comptable, l'écart entre les amortissements fiscaux et les amortissements économiques (« amortissements dérogatoires ») est comptabilisé au passif du bilan en provisions réglementées.<br><br>Les amortissements comptables peuvent être :<br>linéaires<br>dégressifs<br>progressifs (croissants). |
| **1° Terrains** | | | |
| Considérés comme non amortissables. | Enregistrés en coût historique sauf exception. | Comptabilisés en général à leur valeur réelle et non au coût historique. | Ne sont pas amortis mais peuvent donner lieu à des provisions. |

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| **2° Constructions** | | | |
| Doivent être comptabilisées séparément des terrains. | Enregistrées en coût historique sauf exception. | Évaluées soit :<br>1° au coût historique[1].<br>2° à la valeur de marché[2]. | Évaluées à coût historique. |
| Sont :<br>– amortissables si classées en « propriété » (c'est-à-dire utilisées directement par leur propriétaire).<br>– non amortissables si classées en « investissements ».<br><br>Dans ce dernier cas :<br>1° l'accroissement de valeur est inscrit directement en augmentation des fonds propres.<br>Pas d'incidence sur le compte de résultat.<br>2° la diminution de valeur est inscrite en diminution des fonds propres, en transitant en charge par le compte de résultat.<br><br>Normes IAS 40 (en vigueur depuis 2001).<br>Les propriétés foncières détenues par une entreprise, à titre de placement et non pour une utilisation opérationnelle, doivent être comptabilisées :<br>- soit à la juste valeur (de marché) ;<br>- soit à leur coût, mais en pareil cas, l'entreprise doit indiquer le montant de la juste valeur. | Sont à amortir. | Bâtiments industriels évalués parfois à la valeur de remplacement.<br><br>Amorties sur 40 ou 50 ans quand l'entreprise est propriétaire du terrain (*freehold*) ou en cas de location du terrain (*leasehold*) si cette dernière reste à courir pour une très longue durée.<br><br>En général, il n'y a pas d'amortissement à comptabiliser quand l'évaluation est faite à la valeur de marché.<br><br>Amorties sur la durée du *leasehold* lorsque l'entreprise n'est pas propriétaire du terrain. | Réévaluation : voir généralités relatives aux immobilisations corporelles.<br><br>Amortissables dans tous les cas de figure. |

1. Quand le propriétaire occupe les locaux pour les besoins de son entreprise.
2. Quand le propriétaire n'occupe pas les locaux pour le motif ci-dessus.

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| **3° Matériels** | | | |
| | L'amortissement est calculé sur l'écart existant entre la valeur d'acquisition et la valeur résiduelle et sur une durée égale à la vie économique de l'immobilisation. | L'amortissement est calculé sur l'écart existant entre la valeur d'acquisition et la valeur résiduelle et sur une durée égale à la vie économique de l'immobilisation. | L'amortissement est calculé sur la valeur totale.<br><br>Les immobilisations d'importance secondaire et constamment renouvelées peuvent être portées au bilan pour une quantité et une valeur fixes. |
| **4° Immobilisations en crédit-bail (« leasing »)** | | | |
| Dans le cas d'une location-financement, le bien, objet du leasing doit être inscrit à l'Actif et la contrepartie du financement au Passif (IAS 17). | Le contrat de location est comptabilisé comme « location-financement », (c'est-à-dire comme prévu par l'IASB) notamment si la valeur des redevances est égale ou supérieur à 90% de la valeur du bien. | Comptabilisées à la valeur vénale du crédit-bail.<br><br>Amorties comme les autres immobilisations.<br>Les redevances sont enregistrées comme annuités d'emprunt. | – Comptes sociaux : les opérations de leasing sont hors bilan.<br><br>– Comptes consolidés. Possibilité d'utiliser la comptabilisation à l'actif et au passif décrite p.100. |

*b) Biens immobiliers*

Tous les problèmes de valeur évoqués plus haut se retrouvent au niveau des biens immobiliers.

La valeur économique d'un bien immobilier peut être déterminée à partir de son coût, de sa valeur de remplacement, de sa valeur vénale. Cette dernière, fixée par le marché, est la plus fréquemment retenue.

On essaiera de déterminer, ci-dessous, la mécanique utilisée plus ou moins consciemment par le marché, pour parvenir à cette dernière valeur.

Compte tenu du fait que ce type de raisonnement se retrouve souvent, le développement qui suit est assez détaillé. Pour être très concret, il sera présenté sous la forme d'un exemple chiffré.

Soit un patrimoine immobilier d'une valeur considérée comme égale à 15 millions d'euros.

Une idée simple consiste à dire que le propriétaire encaissera des revenus au titre de ce patrimoine et pourra toujours le vendre. La valeur réelle du patrimoine est

donc, toutes choses égales par ailleurs, équivalente à l'addition de la masse des revenus nets actualisés, engrangés sur une certaine période et de la valeur vénale actualisée à la fin de cette période (moment de la revente).

Dans l'exemple choisi, on retiendra successivement un rendement net de 2% et un autre, égal à 2,5% avant un amortissement éventuel, mais après impôt. Il s'agit de taux peu élevés, mais le rendement net de l'immobilier ancien est faible.

Ont été exclus des calculs, tant au niveau des recettes, qu'à celui de l'actualisation, toute incidence de l'inflation. Ce raisonnement en monnaie constante suppose une indexation des loyers proche du taux d'inflation.

Par ailleurs, on a retenu une durée de vie maximale de 100 ans pour l'immeuble à évaluer. Certes, la durée de vie d'un bâtiment peut être très inférieure (cas d'un local industriel) ou très supérieure (monument historique) à un siècle. L'exemple choisi se rattache donc plutôt à un cas d'immeuble de type classique. Pour un tel immeuble, une longévité séculaire est possible. Par contre, au-delà (à partir de 120 ans, par exemple), il faut en général envisager une réhabilitation tellement importante qu'elle s'apparente à une reconstruction. Au titre de la valeur patrimoniale ne subsiste alors que le prix du terrain.

Bien entendu, le raisonnement ci-dessus n'est pas valable si un amortissement correct est appliqué, puisque cet amortissement permet de reconstituer les fonds nécessaires à une reconstruction.

Mais l'amortissement est rarement utilisé de manière rigoureuse en matière immobilière : soit, il n'est pas pratiqué (Grande-Bretagne), soit il est calculé sur le coût historique (France), ce qui revient à le minorer au bout d'un certain temps. Voilà pourquoi, les présents calculs ont été établis avant amortissement.

Un certain nombre de paramètres retenus méritent une explication :

**1° - Actualisation du patrimoine :**

- Croissance annuelle : on a supposé que la valeur du patrimoine n'augmentait ni ne diminuait en euros constants. Cela est inexact sur une période courte, mais plus proche de la réalité sur longue période.
- Prime de risque : on peut supposer qu'il y a un léger aléa positif d'augmentation de la valeur des biens fonciers, ne serait-ce que parce que la croissance démographique mondiale générera une pression accrue sur les surfaces disponibles et donc leur renchérissement. Mais cette possibilité peut être contrebalancée par la mise en place de certaines contraintes légales. Aussi la prime a été portée pour zéro.

**2° - Actualisation des bénéfices :**

- Croissance annuelle : on a supposé qu'en monnaie constante, le bénéfice tiré des immeubles n'augmentait, ni ne diminuait. Bien entendu, la législation, tant en matière de loyers que fiscale, peut modifier cet aspect des choses.
- Pour tenir compte de ce risque de diminution des revenus nets, on a donc introduit une légère prime de risque.

**Calcul de la valeur théorique d'un patrimoine immobilier avec un revenu net annuel égal à 2% de la valeur vénale**

(en millions d'euros constants)

| **1° Éléments d'évaluation** | |
|---|---|
| Valeur du patrimoine évaluée par l'entreprise propriétaire (soit la valeur vénale) | 15 |
| Revenu net après impôt (mais avant amortissement éventuel) | 0,3 |

| | | Au bout de : | | |
|---|---|---|---|---|
| **2° Paramètres d'évaluation** | | 20 ans | 50 ans | 100 ans |
| Valeur du patrimoine avec abattement | 0% | 15 | 15 | 15 |
| Taux d'actualisation de cette valeur | | | | |
| Taux d'intérêt proprement dit | | -2,0% | -2,0% | -2,0% |
| + croissance annuelle (en principe 0) | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| + prime de risque | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Actualisation totale | | -2,0% | -2,0% | -2,0% |
| Taux d'actualisation des revenus nets | | | | |
| Taux d'intérêt proprement dit | | -2,0% | -2,0% | -2,0% |
| + croissance annuelle (en principe 0) | | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| + prime de risque | | -0,5% | -0,5% | -0,5% |
| Actualisation totale | | -2,5% | -2,5% | -2,5% |
| **3° Calcul d'évaluation** | | | | |
| Au bout de (nombre d'années) : | | 20 | 50 | 100 |
| Valeur résiduelle du patrimoine | | 10 | 5,6 | 2 |
| Valeur des revenus nets actualisés | | 4,8 | 8,5 | 11 |
| TOTAL | | 14,8 | 14,1 | 13 |
| Valeur vénale actuelle/Valeur théorique future = | | 101,5% | 106,5% | 114,9% |

La valeur vénale estimée est donc un peu supérieure à la valeur théorique au bout de chacune des trois périodes considérées. Mais elle en est très proche.

Avec un rendement de 2,5%, la valeur vénale actuelle s'établit un peu au-dessous de la valeur théorique future mais l'écart reste faible :

| | Au bout de : | | |
|---|---|---|---|
| | 20 ans | 50 ans | 100 ans |
| Valeur vénale actuelle/Valeur théorique future = | 94,1% | 92,5% | 94,9% |

Au total, il apparaît donc que la valeur théorique future du patrimoine immobilier considéré n'est pas très éloignée, dans l'un et l'autre cas, de sa valeur vénale actuelle, estimée de façon empirique. En fin de période, cette valeur économique future est essentiellement formée de revenus nets actualisés, la valeur de revente, elle aussi actualisée, ayant un poids de plus en plus négligeable.

La coïncidence entre valeur vénale actuelle et valeur future théorique est dûe au taux de rendement appliqué dans l'exemple. Si le rendement était autre (par exemple plus élevé), la convergence entre les deux termes de valeur pourrait être beaucoup moins forte.

Ainsi avec un rendement net de 4%, on aboutirait aux chiffres suivants :

| | Au bout de : | | |
|---|---|---|---|
| | 20 ans | 50 ans | 100 ans |
| Valeur vénale actuelle/Valeur théorique future = | 77,1% | 66,4% | 62,4% |

Mais un rendement net constant de 4% sur une très longue période paraît peu probable. Une prime de risque serait introduite dans la formule. Le marché immobilier table donc probablement, par tâtonnements, sur un rendement de l'ordre de 2% pour les immeubles classiques (par exemple, de type haussmannien).

Pour les immeubles à durée de vie plus courte et pour lesquels la valeur patrimoniale baisse rapidement, un rendement plus élevé est exigé.

La longévité de l'immobilier classique explique qu'un faible rendement assure néanmoins sa rentabilité et que valeur vénale et valeur théorique se recoupent avec une rentabilité dépassant à peine 2%. Par ailleurs, le fait que la prime de risque sur les revenus est faible permet à l'immobilier de garder une rentabilité acceptable, alors même que les taux de rendement sont faibles.

Comme indiqué plus haut, nous retrouverons cette méthode ultérieurement.

#### *c) Autres immobilisations corporelles*

Ces immobilisations sont essentiellement constituées par les équipements industriels immobilisés et les engins mobiles et véhicules.

La méthode d'évaluation ci-dessus est évidemment plus difficile à mettre en œuvre pour la plupart de ces matériels. En effet, la diversité possible et le nombre de ces actifs rendent les calculs plus complexes que pour les immeubles. Paradoxalement, ce phénomène conduit parfois à des simplifications dans les calculs et à un quasi-alignement sur les valeurs comptables.

### *C. Immobilisations financières*

#### *a) Titres de participation*

Sont à prendre sous cette rubrique tous les titres ayant une utilité opérationnelle et pas seulement ceux pour lesquels l'entreprise possède un minimum de détention de

10% des actions formant le capital. Ce dernier critère est fréquemment retenu dans les bilans français.

On rappellera les autres pourcentages significatifs retenus en comptabilité française :

- Majorité ( > 50% des droits de vote) : société contrôlée.
- Entre 20% et 50% des droits de vote : société sous influence notable.

Dans le cadre d'une acquisition, les sociétés représentées par les titres de participation doivent faire l'objet d'un examen identique à celui consacré à la firme principale, s'ils sont rachetés et représentatifs d'une masse significative.

Si ce n'est pas le cas, il convient néanmoins de s'assurer de la valeur réelle de ces titres, soit sous l'angle de leur utilité pour la firme propriétaire, soit sous celui d'une valeur de revente.

*b) Créances rattachées à des titres de participation*

Il est fréquent que des avances faites à des filiales revêtent en pratique un caractère permanent. Si, au fil des années, ces avances ne cessent d'augmenter, il y a là un aspect inquiétant. Il faut s'assurer qu'elles ne correspondent pas en réalité au financement de pertes occultées et non encore dégagées par la filiale.

*c) Dépôts et cautionnements*

Il faut vérifier que les dépôts et cautionnements sont effectivement récupérables.

Dans cette rubrique, figure le droit au bail qui n'a de valeur que si le repreneur envisage de conserver les locaux de la firme à acquérir.

En général, le droit au bail n'est pas amorti mais il peut l'être.

## *D. Stocks*

### *a) Stocks de marchandises*

| IAS/IFRS | US GAAP<br>(États-Unis) | UK GAAP<br>(Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| IAS 2 :<br>Les stocks doivent être enregistrés au plus faible du coût historique et de la valeur réalisable.<br><br>Stocks non fongibles et spécifiques : utilisation de traitements appropriés. | Les stocks doivent être enregistrés au plus faible du coût historique et de la valeur réalisable.<br><br>Le coût historique est basé sur le coût moyen pondéré pour les marchandises[1]. | Les stocks doivent être enregistrés au plus faible du coût historique et de la valeur réalisable.<br><br>Le coût historique est basé sur le coût moyen pondéré pour les marchandises[1].<br><br>Si le coût est > à la valeur de réalisation, nette, on crée une provision pour dépréciation. | Les marchandises entrent dans les comptes au coût d'acquisition.<br><br>Un inventaire (portant sur l'exercice physique et la valeur des biens en stock) doit être fait chaque année avec détermination de la valeur actuelle (valeur d'estimation qui s'apprécie en fonction du marché et de l'utilité du bien).<br><br>On retient la valeur la plus basse entre le coût d'entrée et la valeur actuelle.<br><br>Si le coût d'entrée > valeur actuelle, on crée une provision pour dépréciation des stocks concernés. |

1. Des fournitures identiques peuvent entrer à des coûts différents.

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| Autres stocks : FIFO (« first in, first out ») ou en français PEPS (« premier entré, premier sorti »). WAB (weighted average basis) ou en français CMP (coût moyen pondéré). | LIFO est largement utilisé. | LIFO n'est pas permis pour des raisons fiscales. | Deux méthodes sont possibles : 1° le premier élément sorti est le premier entré (méthode FIFO). 2° le coût utilisé est un coût moyen pondéré (notamment pour les articles interchangeables et non identifiables individuellement). |

L'évaluation d'une entreprise suppose un inventaire spécial des stocks réalisé au moment de l'acquisition (théoriquement, au cours de l'« audit » dont il a été question au chapitre I, avant la détermination du prix d'acquisition et donc avant la prise de décision relative à cette acquisition). Toutefois, pour des raisons matérielles (plusieurs candidats à l'achat de l'entreprise, personnel de base non au courant du projet d'acquisition, etc.), il peut être convenu que cet inventaire ne sera réalisé qu'immédiatement après la cession. Les écarts, constatés entre la valeur réelle des stocks et leur valeur théorique ayant servi de base à l'évaluation, pourront être portés en plus ou en moins de ce prix d'évaluation, en fonction de leur importance relative.

*b) En-cours de production*

Il s'agit des biens ou services en cours de réalisation au travers d'un processus de production

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| Figurent dans les en-cours d'un contrat : – les coûts se rattachant directement au contrat en cours. – les coûts imputables à l'activité relative aux en-cours. | Règles identiques à celles de l'IASB. | Règles identiques à celles de l'IASB. | Les règles sont identiques à celles applicables aux stocks de marchandises à l'exception suivante : les frais financiers (et les produits) peuvent être inclus dans les en-cours si la durée de |

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| – les autres coûts pouvant être imputés au client pour qui le bien ou la prestation est en cours.<br><br>Une perte attendue sur un contrat doit être immédiatement comptabilisée en charge. | | | production dépasse l'exercice.<br><br>Dans le cas d'en-cours relatifs à des contrats à long terme, ces en-cours doivent faire l'objet d'une provision de dépréciation, si les prévisions indiquent que le contrat se traduira par une perte finale. |

Les en-cours sont à examiner de très près, notamment pour les contrats à long terme (*cf.* entre autres le cas des entreprises d'ingénierie). Les remarques ci-après font référence à ce type d'activités.

Le dégagement des résultats sur les affaires qui dépassent le cycle d'un exercice est en effet un processus très complexe. Cette situation conduit en particulier à conserver, au titre des postes d'*en-cours*, des charges et des produits de l'exercice ou d'exercices antérieurs. Ce report neutralise donc ces charges et produits au titre du résultat de l'exercice en cours.

On imagine facilement que des dérives puissent se produire et que, même de bonne foi, le résultat réel d'un exercice puisse ne pas se trouver reflété par les comptes, du fait de reports un peu orientés.

L'incertitude, fréquente en ce domaine, complique d'ailleurs le pilotage du système. Il est souvent difficile de dire pendant longtemps si l'on va dégager un bénéfice ou une perte sur un grand contrat.

L'examen des en-cours nécessite un audit technique des contrats en vigueur. Il faut s'assurer que quel que soit le mode de clôture des affaires (arrêts à l'achèvement ou arrêt à l'avancement), les affaires en perte sont provisionnées pour un montant convenable.

À l'actif, il existe toujours un risque que les montants d'en-cours comprennent des sommes qui ne correspondent pas à des affaires effectivement encore en cours, mais que ces montants soient en fait des pertes non arrêtées.

Au passif, il faut s'assurer que les avances facturées sont effectivement facturables et encaissables. Autrement dit, il convient de vérifier que cette facturation est adossée à des documents contractuels signés par les clients.

## E. Créances

### a) Créances clients

Les créances constituent normalement un poste où le chiffre comptable est plus proche de la réalité économique que pour les rubriques précédemment examinées.

Les principales normes utilisées en ce domaine sont par ailleurs relativement homogènes :

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| Le montant des créances recevables à plus d'un an doit être mentionné. | Les préoccupations concernant les retards de paiement sont relativement peu importantes, compte tenu de la pratique de règlements en provenance des clients, plus rapide que dans les pays latins. | Même remarque que pour les États-Unis. | En plus des cas d'espèce où il apparaît qu'une facture est irrécouvrable, la pratique suivante est fréquemment utilisée :<br>les créances exigibles depuis plus de deux ans doivent être provisionnées en totalité. |

L'examen des créances doit porter sur leur valeur réelle.

Les créances sont à classer selon leur exigibilité ou non-exigibilité. Les créances exigibles mais non réglées doivent faire l'objet d'un examen particulier. Un premier classement consiste à les trier selon la durée de dépassement de leur échéance de paiement.

Par exemple, factures exigibles depuis moins de 3 mois
plus de 3 mois, etc.

Elles sont récapitulées dans une balance « âgée » (terme en provenance de la comptabilité anglo-saxonne : *aged balance*).

Les créances anciennes exigibles sont à provisionner. La règle française de provisionnement au bout de deux ans de maturité est sans doute insuffisante dans beaucoup de cas. En fait, les créances exigibles importantes doivent faire l'objet d'un examen approfondi, cas par cas. Une dépréciation économique partielle ou totale peut en

résulter. Du reste, le fisc français admet, sous certaines conditions[1], la déductibilité de provisions dites statistiques qui portent sur des créances dont l'antériorité est supérieure à × mois (× étant inférieur à 24 mois).

A noter que les créances sont exprimées en francs courants non actualisés. Lorsque l'échéance des créances est très lointaine, il est sans doute nécessaire de procéder à leur actualisation, dans le cadre de l'évaluation économique des actifs.

Par exemple, un règlement de 150 000 euros, à l'échéance de deux ans et sans intérêt moratoire, a une valeur immédiate de :

150 000/1,166 = 128 601 euros

| | | |
|---|---|---|
| avec un taux d'intérêt proprement dit de | 2% | |
| une prime de risque de | 4% | |
| et une inflation annuelle de | 2% | |
| soit, un taux d'actualisation de | 8% | d'où $1{,}08^2 = 1{,}166$ |

### b) *Autres créances*

Très diverses (créances vis-à-vis de l'État, d'autres sociétés, débiteurs divers), ce poste doit aussi faire l'objet d'un examen attentif. En particulier, dans les petites et moyennes entreprises, il n'est pas rare de trouver des prêts accordés au personnel, dont la recouvrabilité n'est pas certaine.

## *F. Trésorerie disponible*

La trésorerie disponible est constituée par les valeurs de placement et l'argent immédiatement disponible (comptes en banque, caisses).

### a) *Valeurs de placement*

Les valeurs de placement proprement dites[2] ne sont que les titres investis dans un but de valorisation de la trésorerie et sans lien avec l'exploitation. En pratique, il s'agit bien souvent des SICAV et fonds communs de trésorerie.

1. Dès lors, en particulier, que l'entreprise peut prouver, par un historique probant, que les retards de règlement amènent statistiquement un pourcentage d'irrécouvrabilité relativement constant.
2. Ce terme peut recouvrir aussi (à tort sur le plan économique) des participations très minoritaires liées à l'exploitation.

Leur évaluation se fait à la fin de chaque exercice. Le traitement dans les comptes varie selon les normes :

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| 1° Placements à court terme :<br>Pris en compte à<br>– la valeur de marché ou<br>– la valeur la plus basse des deux montants suivants :<br>* prix de revient.<br>* valeur de marché.<br><br>2° Placements à long terme :<br>les règles précédentes s'appliquent.<br>Il existe en plus la possibilité d'utiliser la valeur réévaluée lorsque le montant du placement s'est apprécié par rapport au prix de revient. | Pris en compte à la valeur la plus basse des deux montants suivants :<br>* prix de revient.<br>* valeur de marché. | Écart (positif ou négatif) entre coût d'acquisition et valeur actuelle :<br>– non pris en compte.<br>– ou affecté directement aux réserves, sans transiter par le compte de résultat et donc sans affecter ce dernier. | Écart entre coût d'acquisition et valeur actuelle :<br>– pris en compte si c'est une moins-value (création d'une provision pour dépréciation).<br>– non pris en compte dans le cas contraire de plus-values. |

*b) Disponible ou liquidités*

En principe, les valeurs comptables et économiques sont identiques. Il convient toutefois de rapprocher les relevés bancaires des écritures comptables de la firme considérée.
De même, les espèces en caisse sont à vérifier.

Les comptes en devises doivent faire l'objet d'une dépréciation si la conversion initiale a été faite à un taux plus élevé que celui applicable le jour de l'évaluation. Le cas inverse est également vrai.

### G. Actif à régulariser

Les actifs à régulariser représentent la part de charges relatives à plusieurs exercices, non encore passée en dépenses sur le compte de résultat (donc relative aux exercices à venir).

Ce poste est à examiner soigneusement. En effet, il peut comporter des écritures qui normalement auraient dû être prises en charge précédemment et qui constituent donc des pertes non arrêtées, ou tout au moins des charges qui n'auraient pas dû venir détériorer les résultats à venir.

### *H. Comptes d'attente*

Ces comptes doivent normalement être soldés en fin d'exercice. S'ils subsistent au bilan, il convient de s'interroger sur leur nature.

A l'actif, il peut s'agir de pertes (mal) camouflées. Au passif, ce peut être des bénéfices reportés, mais bien d'autres réalités sont possibles.

Au total, le retraitement de l'actif du bilan est essentiel, puisqu'il consiste à revoir la consistance effective de tous les avoirs de l'entreprise.

## 2. Analyser le passif

Le passif constitue les ressources de l'entreprise destinées à financer les emplois figurant à l'actif. Il se subdivise entre ressources internes (capitaux propres et provisions) et ressources externes (dettes commerciales et financières).

### *A. Capitaux propres*

Les capitaux propres sont en fait égaux à l'écart existant entre les avoirs de l'entreprise (c'est-à-dire tout son actif) et ses dettes.

Le montant économique des capitaux propres sera donc déterminé par différence, lorsque la totalité des autres postes du bilan aura été retraitée et que l'on pourra établir l'écart réel existant entre actif et dettes, en valeur économique.

De ce fait, le montant obtenu sera appelé, de façon tout à fait justifiée, « actif net réévalué », parallèlement au terme « capitaux propres réévalués ». La première expression, plus parlante, indique bien le véritable actif de l'entreprise (après retrait des dettes), alors que le second terme évoque plutôt le passif.

### *B. Provisions*

Les provisions constituent un des postes du bilan où les différences entre chiffres comptables et chiffres économiques peuvent être les plus sensibles.

Les normes comptables sont assez variables en ce domaine :

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| Une charge doit être prise en compte à la clôture de l'exercice, s'il est probable qu'un élément d'actif perdra de sa valeur ou qu'une dette apparaîtra (IAS 37).<br><br>La perte doit pouvoir être estimée de façon fiable. | Les charges futures éventuelles sont classées en trois catégories :<br>1° probable<br>2° possible<br>3° improbable.<br><br>Le cas 1° doit faire l'objet de provisions.<br>Le cas 2° est à mentionner à l'annexe.<br>Le cas 3° n'est pas à mentionner à l'annexe. | Une provision est à constituer si, à la clôture des comptes, on peut estimer avec une relative précision le montant d'une charge ou d'une perte éventuelle. | Une provision est à constituer pour couvrir des risques et des charges nettement précisés, que des événements survenus ou en cours rendent probables. |
| Les provisions pour retraites ou indemnités de départ doivent être prises en charge dès que les salariés ont rendu les services correspondants (IAS 19). | L'entreprise doit provisionner l'écart entre la retraite (+ éventuellement le remboursement des frais médicaux) promise par elle et les possibilités des caisses. | L'entreprise doit provisionner l'écart entre la retraite promise par elle et les possibilités des caisses de retraite. | Les engagements pour retraites et indemnités de départ peuvent être provisionnés ou figurer seulement à l'annexe au bilan[1]. |

1. En France, les engagements pour « départ à la retraite » sont sans commune mesure avec les plans de pension mis en œuvre par les entreprises de certains pays anglo-saxons ou d'Allemagne. En effet, le système légal de retraite en France accorde aux retraités une pension largement supérieure à celle que versent les institutions sociales des autres pays cités. De ce fait, les entreprises de ces pays couvrent directement, par le biais de rentes issues de sommes capitalisées, au profit des futurs retraités, les charges supportées en France par les systèmes légaux. Les provisions inscrites dans les bilans des sociétés de ces pays sont donc très supérieures aux engagements des sociétés françaises en la matière, lesquels ne concernent pratiquement que la phase de départ des salariés.

Une revue très complète des provisions existantes et souhaitables doit être effectuée. En particulier, il convient de relever dans les engagements hors bilan, tout ce qui mériterait une provision. En ce qui concerne les retraites et indemnités de départ, il est nécessaire de constituer la provision sous un angle économique.

En général, les sociétés prospères ont tendance à surprovisionner et c'est le cas inverse pour les sociétés en situation plus tendue.

Les provisions peuvent concerner :

- des couvertures de passif : provisions pour charges à venir ou pour risques (dont service après-ventes, risques professionnels, fiscaux) ;
- des diminutions de valeurs d'actif (provisions pour dépréciation sur immobilisations, titres, créances, en-cours). Ce problème a été évoqué ci-dessus.

*A priori*, l'inscription d'une provision pour dépréciation sur un actif est plus précise et sans doute plus réaliste qu'une provision de même montant constituée au passif. En effet, cette dernière est en général calculée de façon moins ajustée que la provision pour dépréciation, qui est dédiée à un actif déterminé. Certaines sociétés peuvent ainsi afficher des provisions dont le montant est insuffisant par rapport aux risques à couvrir. Cette insuffisance peut revêtir parfois la forme d'une provision unique destinée à de multiples usages.

La nécessité de couvertures à constituer sur un plan économique, si elles n'ont pas été effectuées sur le plan comptable, peut d'ailleurs être liée à la présence de l'acquéreur lui-même. Son arrivée est éventuellement susceptible de déclencher certains risques.

Ainsi, une firme américaine de BTP, en difficulté, avait de nombreux contentieux en sommeil, avec des clients ou des tiers. Un acheteur potentiel étranger se rendit compte qu'un rachat pouvait réveiller ces contentieux, du fait d'un retour de solvabilité de la firme, lié à son rattachement envisagé à un groupe puissant. Il fallait donc faire provisionner ces litiges dormants avant la transaction, ou renoncer à l'acquisition.

Comment fera-t-on pour inscrire une provision supplémentaire au bilan économique ?

Il y a plusieurs points à voir à ce sujet :

1° - la probabilité de la survenance du risque ;

2° - le montant à inscrire en provision.

L'évaluation des provisions à constituer réellement, par rapport à celles qui existent, peut se faire selon les échelles suivantes :

| | | Probabilité de survenance : |
|---|---|---|
| 1° | Risques certains ou quasi certains | 95% à 100% |
| | Risques probables | 50% à 95% |
| 2° | Risques possibles | 5% à 50% |
| 3° | Risques improbables | 0% à 5% |

Cette échelle est celle de la comptabilité américaine.

À partir de cette différenciation, on peut :

- soit provisionner seulement les trois premières lignes de risques pour leur montant probable total (système retenu aux États-Unis).
- soit provisionner la totalité des risques, mais en multipliant chacun d'eux par son pourcentage probable de survenance.

On examinera maintenant les problèmes de retraitement propres à chaque catégorie de provisions.

### *a) Provisions pour charges*

Les provisions pour charges correspondent à des dépenses à venir dont la survenance est certaine ou quasi certaine. Leur montant peut normalement être évalué avec une assez grande précision.

Ainsi, la provision relative à l'inscription de la TVA à payer sur les factures émises n'est guère sujette à erreur. Les omissions constatées en matière de provisions pour charges sont donc l'indice probable d'une situation financière très difficile. L'entreprise n'a plus les moyens d'appliquer des règles peu discutables.

### *b) Provisions pour risques*

La situation est assez différente en ce qui concerne les provisions pour risques. L'appréciation de leur nécessité et du montant à leur attribuer est beaucoup plus subjective.

En se reportant aux définitions données dans le précédent encadré, l'acheteur vérifiera que tous les risques potentiels ont été provisionnés et que cette provision représente un montant suffisant.

### *c) Provisions pour retraites*

Selon les régimes de retraites nationaux, ces provisions se présentent sous divers aspects et sont donc à réévaluer différemment.

Comme indiqué précédemment, en France, les retraites ne sont pas versées par les entreprises auxquelles échappent donc les capitaux afférents (c'est-à-dire les faibles réserves constituées par les caisses de retraite, dans le cas des retraites par répartition et les capitaux importants à venir dans le cadre éventuel des fonds de pension).

Seuls quelques cadres bénéficient de régimes particuliers de complément de retraite, aux frais des firmes qui ont institué de tels régimes.

De façon générale, ne restent à la charge des entreprises françaises que les montants de primes attribuées aux salariés qui quittent cette entreprise dans certaines conditions (départ normal en retraite).

Ces charges à venir doivent être estimées sur la base des droits déjà acquis par les salariés (en fonction de leur ancienneté), en tenant compte d'un taux d'actualisation intégrant à la fois les hausses prévisionnelles de salaires et un taux d'intérêt. Les montants correspondants doivent être provisionnés sur un plan économique.

Le calcul est à faire, en principe, salarié par salarié (ou sur des moyennes dans les grandes entreprises).

Par exemple, dans une entreprise, les montants relatifs à un cadre seront estimés de la façon suivante :

M. AUBER, âgé de 40 ans, gagne sur une base annuelle 62 000 euros. Etant donné que la coutume est de donner aux cadres partant en retraite 6 mois de salaire, l'indemnité de départ de M. AUBER serait, sur la base de son traitement actuel, égale à 31 000 euros, majorée d'un certain pourcentage de charges sociales estimé à 40%, soit au total une charge de 43 400 euros. L'entreprise suppose que M. AUBER partira à 60 ans, donc dans 20 ans.

La valeur actualisée des 43 400 euros dans 20 ans, sera calculée en tenant compte :

- d'un taux d'actualisation de 6%, ce qui minore la valeur actuelle du montant ;
- d'une hausse des salaires de 2% par an, ce qui à l'inverse, entraîne une majoration.

La résultante des deux termes ci-dessus correspond pratiquement à une actualisation de 4% par an.

Au total, la valeur actualisée de l'indemnité de départ en retraite de M. AUBER est de :

$$43\,400 / 1{,}04^{20} = 19\,807$$

Cette valeur doit ensuite être ajustée pour tenir compte de la probabilité que M. AUBER reste dans l'entreprise jusqu'à l'âge de la retraite. Si cette probabilité est de 90%, la provision considérée sera de 17 826.

Signalons qu'en Allemagne, les fonds de pension sont inclus en général dans les bilans des entreprises et représentent une part importante des fonds propres (52% en moyenne pour les sociétés industrielles en 1991, selon un calcul de la Deutsche Bank).

#### *d) Subventions*

En ce qui concerne les subventions reçues qui sont inscrites en capitaux propres, il convient de vérifier que tout ou partie de ces subventions n'est pas à rembourser, sous certaines conditions. S'il en était ainsi et que les conditions paraissent devoir être remplies dans l'avenir, il faudrait créer une provision, ou sur un plan économique, considérer la subvention comme une provision, pour la part à reverser.

### *C. Dettes commerciales*

Comme les autres postes, l'exhaustivité des dettes (fournisseurs, personnel, État, etc.) doit être vérifiée, tant en items qu'en montants.

### *D. Dettes financières*

#### *a) Dettes financières classiques*

En général, aucun retraitement n'est à effectuer sur ce poste.

Certains auteurs ont cependant proposé que l'on actualise les dettes financières, en tenant compte d'une part de la date de l'échéance et d'autre part des taux d'intérêt.

Ainsi, en prenant l'exemple d'une société ayant une dette financière de 1 000 000, l'analyse de cette dette donnera les résultats suivants :

**1°** Actualisation en fonction du taux au jour le jour
On peut éventuellement ne considérer que le surcoût entraîné par l'emprunt à long terme, par rapport aux dettes financières au jour le jour qui n'ont pas à être actualisées, du fait de l'absence de prévisibilité de leur existence.

Emprunt à remboursement anticipé non possible

| | | | |
|---|---|---|---|
| Au taux de : | 11% | 550 000 | |
| Durée restant à courir : | 4 ans | | 1 000 000 |
| Découvert au jour le jour | | 450 000 | |
| Au taux de : | 7,5% | | |

Sur la base du taux au jour le jour, la valeur actuarielle de la dette financière est de :
Emprunt $550\ 000 \times (1{,}11/1{,}075)^4 = 625\ 203$.

La dette actualisée de la société est donc de :

| | | |
|---|---|---|
| Emprunt | 625 203 | |
| Découvert | 450 000 | |
| Dette financière totale | 1 075 203 | au lieu de 1 000 000 |

**2°** Actualisation en valeur absolue
On peut aussi considérer que les intérêts sont pris en compte dans les résultats prévisionnels, quels que soit leur taux et que par conséquent, l'actualisation des dettes à long terme doit se faire sur le taux d'intérêt des obligations sans risque de même durée que celle restant à courir pour l'emprunt et non sur le différentiel taux d'intérêt de l'emprunt/taux au jour le jour.

Emprunt à remboursement anticipé non possible

| | | | |
|---|---|---|---|
| Au taux d'emprunt sans risque : | 6% | 550 000 | |
| Durée restant à courir : | 4 ans | | 1 000 000 |
| Découvert au jour le jour | | 450 000 | |

Sur la base du taux au jour le jour, la valeur actuarielle de la dette financière est de :
Emprunt $550\ 000 \times (1{,}06)^4 = 435\ 652$.

La dette actualisée de la société est donc de :

| | | |
|---|---|---|
| Emprunt | 435 652 | |
| Découvert | 450 000 | |
| Dette financière totale | 885 652 | au lieu de 1 000 000 |

Ce second raisonnement semble mieux correspondre à la réalité économique.

***Remarque***

Un tel calcul est aussi envisageable pour les dettes commerciales, mais, en général, les échéances sont courtes en pareil cas. Cette brièveté retire tout intérêt au calcul.

*b) Crédit-bail*

Voir plus bas.

### *E. Passif à régulariser*

Comme l'actif à régulariser, le passif de même nom comporte des opérations relatives à plusieurs exercices. Dans certains cas, il peut s'agir éventuellement de bénéfices latents, non encore extériorisés.

À l'inverse, ce compte peut comporter des produits à recevoir dont il convient de vérifier la fiabilité. Chacune des lignes libellée « produit à venir » correspond-elle à une valeur certaine ? S'agit-il, au contraire, de demandes vers des clients, non acceptées par ceux-ci ?

### *F. Comptes d'attente*

La remarque de départ est la même que pour les comptes d'attente placés à l'actif. Ces comptes doivent normalement avoir disparu à fin d'exercice.

## 3. Retraitements relatifs au « Hors bilan »

### *A. Généralités*

On a déjà évoqué ce problème à propos des provisions. De manière générale, les engagements hors bilan, reçus et donnés, sont à compléter et amender au fur et à mesure des investigations réalisées.

### *B. Crédit-bail*

Dans les comptes sociaux français, les opérations de crédit-bail sont, en principe, hors bilan, comme on l'a vu dans le tableau de comparaison des normes. Un retraitement notable est à faire en ce domaine du crédit-bail. En effet, sur le plan économique, il semble correct d'intégrer les opérations de crédit-bail dans le bilan.

Cette façon de procéder donne, en effet, une vue réaliste de la situation de l'endettement financier de l'entreprise. Le rapport Dettes financières/Fonds propres peut être complètement modifié par cette nouvelle présentation.

L'entrée du crédit-bail dans le bilan se fera de la manière suivante :

- À l'actif, on enregistre en immobilisations les chiffres du matériel et/ou de l'immobilier qui font l'objet du crédit-bail. Ce matériel est pris pour une valeur de reste à amortir calculée selon les mêmes principes que pour les autres immobilisations.
- Au passif, on fait figurer le montant restant à payer au bailleur.

On donnera un exemple de ces retraitements, pour lesquels on dispose des éléments suivants pour un bien loué par une entreprise à un crédit-bailleur :

La situation se présente ainsi à la clôture du 3e exercice suivant la conclusion du contrat de crédit-bail. Celui-ci est d'une durée de 8 ans.

| | |
|---|---|
| Valeur à la signature du contrat :<br>y compris valeur résiduelle contractuelle) | 100,00 |
| Valeur à amortir (après déduction de la valeur résiduelle) | 80,00 |
| Redevances totales sur l'ensemble du contrat | (107,18) |
| Redevances de l'exercice | (13,40) |
| Montant cumulé des redevances antérieures | (26,79) |
| Total des redevances déjà payées | (40,19) |
| Redevances restant à payer | (66,99) |
| Amortissements de l'exercice estimé | (10,00) |
| Amortissements antérieurs estimés | (20,00) |
| Total des amortissements estimés | (30,00) |
| Valeur résiduelle contractuelle à payer par le locataire (s'il achète le bien en fin de contrat de crédit-bail) | 20,00 |

Afin de reconstituer la ventilation entre frais financiers et charges de remboursement de passif à l'intérieur des redevances versées par l'entreprise au titre du crédit-bail, la table suivante peut être constituée :

Taux d'intérêt : 7%

| Au début de | Principal restant à payer | Redevance | | dont |
|---|---|---|---|---|
| | | Totale | Intérêts | Principal |
| Année 1 | 80,00[1] | (13,40) | (5,60) | (7,80) |
| Année 2 | 72,20 | (13,40) | (5,05) | (8,34) |
| Année 3 | 63,86 | (13,40) | (4,47) | (8,93) |
| Ss total | | (40,19) | (15,12) | (25,07) |
| Année 4 | 54,93 | (13,40) | (3,85) | (9,55) |
| Année 5 | 45,38 | (13,40) | (3,18) | (10,22) |
| Année 6 | 35,16 | (13,40) | (2,46) | (10,94) |
| Année 7 | 24,23 | (13,40) | (1,70) | (11,70) |
| Année 8 | 12,52 | (13,40) | (0,88) | (12,52) |
| TOTAL | 0,00 | (107,18) | (27,18) | (80,00) |

1. Une autre méthode consiste à prendre à ce niveau la valeur totale du bien, y compris la valeur résiduelle, si l'on estime que le bien sera certainement racheté par l'entreprise à la fin du contrat (cas d'une valeur résiduelle basse). Tous les calculs sont faits sur cette nouvelle base.

Au bout de 3 ans, la situation peut être retraitée de la manière suivante.

L'excédent des charges économiques sur la redevance s'établit à :

| | Charges économiques Amortissement | + | Intérêt | | Total | Rede-vances | Excédent Charges éco – redevance |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Année 1 | (10,00) | + | (5,60) | = | (15,60) | (13,40) | (2,20) |
| Année 2 | (10,00) | + | (5,05) | = | (15,05) | (13,40) | (1,66) |
| Année 3 | (10,00) | + | (4,47) | = | (14,47) | (13,40) | (1,07) |
| Cumul des 3 années | | | | | (45,12) | (40,19) | (4,93[1]) |

1. Excédent à imputer sur le résultat annuel pour (1,07) et sur les fonds propres pour (3,86).

Les charges économiques ci-dessus sont donc à introduire dans les comptes sociaux à retraiter selon les schémas ci-après.

BILAN À LA FIN DE L'ANNÉE 3

| ACTIF | | PASSIF | |
|---|---|---|---|
| I - BILAN COMPTABLE INITIAL | | | |
| **Aucune écriture existante relative au crédit-bail** | | | |
| II - BILAN ÉCONOMIQUE (RETRAITÉ) | | | |
| **Écritures économiques à introduire :** | | | |
| Immobilisations | | Dette financière initiale | 80,0 |
| Valeur brute | 80,0 | Remboursements effectués | (25,1) |
| Amortissements | (30,0) | Écart à imputer sur le résultat | (1,1) |
| | | Écart à imputer sur fonds propres | (3,9) |
| Net | 50,0 | Net | 50,0 |

COMPTE DE RÉSULTAT DE L'ANNÉE 3

| I - COMPTABLE INITIAL | | II - ÉCONOMIQUE (RETRAITÉ) | |
|---|---|---|---|
| **Écriture comptable (à annuler) :** | | **Écritures économiques à introduire :** | |
| Redevance | (13,40) | Amortissements | (10,00) |
| | | Frais financiers | (4,47) |
| Charges totales | (13,40) | Charges totales | (14,47) |

Le résultat brut de l'année 3 est donc diminué de 1,07 ((13,40) – (14,47)).

## III. ANALYSER LES POSTES DU COMPTE DE RÉSULTAT

En liaison avec le retraitement du bilan, il convient de procéder au retraitement du compte de résultat.

De manière générale, ces opérations de retraitement sont moins nombreuses que pour le bilan.

Elles concernent essentiellement :

- l'indépendance des exercices : tous les charges et produits relatifs à un exercice sont-ils bien imputés sur cet exercice et n'y a-t-il pas des transferts (intentionnels ou non) d'un exercice à l'autre (pour différer, par exemple, la prise en compte de dépenses) ?
- une classification conforme aux normes comptables. On peut imaginer, par exemple, que certaines dépenses soient présentées sous un titrage aménagé, afin d'améliorer la présentation des comptes : par exemple, des frais financiers figurant en frais de sous-traitance, afin de réduire l'apparence d'un résultat financier par trop négatif, ou encore des dépenses d'exploitation classées en charges exceptionnelles pour faire croire que le résultat courant est largement positif.
- le réalisme des dépenses « calculées » (amortissements et provisions), c'est-à-dire celles qui ne donnent lieu à aucun flux de trésorerie. Leur calcul prête beaucoup plus à caution que celui des dépenses « constatées », c'est-à-dire toutes les autres charges, dont le montant ne laisse place à aucune appréciation en raison de l'existence de pièces justificatives matérialisant des données objectives (factures, feuilles de paie, etc.). Ces dernières dépenses sont donc, en principe, correctes, puisque justifiées, sous la réserve des deux paragraphes ci-dessus.

### 1. Analyser les dépenses (et les produits hors exploitation)

#### *A. Achats et charges externes*

Dans le cas de la vente d'une filiale d'un groupe, il convient de vérifier les prix de cession intra-groupe, en particulier ceux portant sur les prestations ou les approvisionnements. Ces derniers sont-ils à un niveau économiquement justifié ? Si la filiale

sort du groupe, les matières premières et autres approvisionnements seront-ils acquis à un prix similaire ? On comprend au travers de ces questions que certains groupes peuvent transférer des bénéfices d'une filiale à l'autre au moyen de ces prix internes de cession et maquillent, de ce fait, la réalité économique.

### *B. Frais de personnel*

En principe, les frais de personnel n'appellent pas de retraitement.

Dans une petite entreprise notamment, il faut cependant examiner de près la rémunération attribuée au patron ou à des membres de sa famille. En effet, cette rémunération peut être bien supérieure à la valeur du travail effectué, surtout au titre des proches du Chef d'Entreprise, salariés de la firme. Un retraitement peut donc être à effectuer pour tenir compte du fonctionnement ultérieur, si la cession entraîne le départ de ces personnes et des surcharges correspondantes.

À l'inverse, le propriétaire d'une entreprise, qui fonctionne difficilement, peut se contenter d'une rémunération très faible, s'il dispose par ailleurs d'autres ressources et est (ou a été) sentimentalement très attaché à la firme. Il faudra donc tenir compte, à l'inverse, de cette sous-rémunération.

Au-delà des charges de personnel courantes (salaires, charges sociales), il convient de s'assurer du bien-fondé des provisions (congés payés, départs de l'entreprise) et des charges particulières (indemnités de licenciement, avantages en nature liés éventuellement à la convention collective ou à des clauses incluses dans certains contrats de travail).

Il faut ainsi vérifier si la cession programmée n'entraînera pas de surcoût particulier. Certains contrats comportent en effet des clauses selon lesquelles, en cas de modification dans la structure du capital, certains cadres dirigeants peuvent reprendre leur liberté (et éventuellement, la clientèle qui leur est rattachée), avec, en prime, une compensation pécuniaire non négligeable.

Par ailleurs, il est important de s'assurer que la cession n'entraînera pas, du fait, par exemple, d'un changement de convention collective applicable, un surcoût lié à une multiplication des avantages à concéder.

Enfin, les indemnités de licenciement ou charges de restructuration éventuelles, sauf plan social extraordinaire, devront être considérées comme relevant de l'exploitation et non d'une rubrique exceptionnelle.

### *C. Rémunération accordée à une société-mère*

Pour diverses raisons, une société peut être amenée à verser une redevance, assise par exemple sur le chiffre d'affaires, à une autre société : ce sera le cas d'une filiale vis-à-vis de sa maison-mère.

L'acquisition de cette filiale par un autre groupe la libère de cette sujétion et augmente d'autant son résultat avant impôt, si la redevance en cause ne correspond pas à des prestations effectives qu'il faudra payer par ailleurs.

### D. Provisions

On a déjà évoqué le problème des provisions. Leur retraitement (accroissement ou allègement) entraîne respectivement des charges ou des produits qui s'ajoutent aux écritures comptables.

Un problème se pose lors de l'imputation de ces montants sur le compte de résultat. Faut-il les affecter au dernier exercice dans leur totalité ou les répartir entre chacun des exercices précédents ? En fait, cette dernière méthode, qui serait la plus exacte, est très difficile à mettre en œuvre. Il est extrêmement malaisé, l'année en cours, de savoir s'il fallait passer une provision trois ans auparavant, au titre de tel ou tel objet. Si la nécessité de la provision est évidente aujourd'hui, du point de vue de l'acquéreur, il est impossible, en pratique, de se resituer dans l'ambiance de l'exercice passé, pour déterminer si la provision était alors déjà indispensable. Par commodité, le retraitement des provisions est donc inscrit au compte de résultat du dernier exercice achevé, sauf si les informations disponibles permettent de répartir la charge de la provision sur cet exercice pour la partie qui lui est rattachée à coup sûr, le reste venant en diminution de la situation nette au bilan.

### E. Loyers versés au titre d'un crédit-bail

Comme on l'a vu, selon les nouvelles normes IAS comme dans les comptes anglo-saxons et dans le cadre des contrats longs, les immobilisations en crédit-bail sont traitées comme des immobilisations détenues en pleine propriété. Il en résulte que les frais de redevance sont inscrits en frais financiers.

Un retraitement de ce type est possible pour les contrats courts et pour les comptes qui ne suivent pas les méthodes mentionnées au paragraphe ci-dessus (comptes sociaux français). Toutefois, il n'est pas toujours simple de calculer des amortissements sur les immobilisations en crédit-bail introduites au bilan économique.

### F. Amortissements

Il est important d'examiner le rythme d'amortissements retenu par l'entreprise.

En effet, les différentes législations nationales n'indiquent, au plus, que des fourchettes en matière de tables d'amortissement. Entre leurs limites, existe une certaine liberté.

Si les durées les plus longues sont choisies, c'est que la firme a des difficultés à amortir rapidement, et donc que son compte d'exploitation est peu ou prou allégé par un amortissement trop lent.

**Taux d'amortissement habituels par année :**

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| L'amortissement ne s'applique que sur le coût, ou autre montant qui lui est substitué, diminué de la valeur résiduelle.<br><br>L'amortissement doit être réparti sur la durée de vie de l'immobilisation. | – Amortissements linéaires.<br><br>– Amortissements accélérés.<br><br>Différentes méthodes sont utilisées pour ces derniers : | Taux annuel d'amortissement. | Taux annuel d'amortissement linéaire proposé par l'Administration (s'applique à la valeur brute totale). |
| | 1° SOFTY<br>L'amortissement est dégressif selon une formule basée sur le nombre d'années.<br>Par exemple, pour un amortissement en 5 ans, on écrit d'abord, au titre des 5 années : 1 + 2 + 3 + 4 + 5 = 15.<br>Amortissement 1re année = 5/15 de la valeur à amortir,<br>2e année = 4/15, etc. | Bâtiments construits sur des terrains appartenant à l'entreprise propriétaire de ces bâtiments : 2 à 2,5%.<br><br>Autres biens : calcul de l'annuité fondé sur la durée de vie économique. | Bât. commerciaux 2 à 5%, soit 50 à 20 ans.<br>Bât. industriels 5%, soit 20 ans.<br>Maisons d'habitation 1 à 2%, soit 100 à 50 ans.<br>Maisons ouvrières 3 à 4%, soit 25 à 33 ans.<br>Matériel 10 à 15%, soit 10 à 6 ans.<br>Outillage 10 à 20%, soit 10 à 5 ans. |
| | 2° DDB<br>Solde dégressif multiplié par 2.<br><br>Par exemple amortissement en 5 ans soit au titre des 5 années :<br>– en linéaire : 20% par an. | | Petit matériel et outillage de faible valeur 100%, soit en 1 an.<br>Automobiles 20 à 25%, soit en 5 à 4 ans.<br>Mobilier 10%, soit en 10 ans.<br>Matériel de bureau 10 à 20%, soit en 10 à 5 ans. |

| IAS/IFRS | US GAAP (États-Unis) | UK GAAP (Grande-Bretagne) | France |
|---|---|---|---|
| | – 1re année : annuité amortissement = 20% × 2 = 40% soit un solde restant à amortir égal à 60%.<br><br>– 2e année : annuité amortissement = solde de 60% × 40% soit 24%, etc. | | Petit matériel de bureau 100%, soit en 1 an. Agencement et installations 5 à 10%, soit en 20 à 10 ans.<br><br>Amortissement dégressif ou dérogatoire : taux linéaires affectés d'un coefficient multiplicateur et appliqués à la valeur nette comptable du bien considéré. Coefficient généralement admis :<br>1,5 pour 3 et 4 ans,<br>2 pour 5 et 6 ans,<br>2,5 > 6 ans. |

### G. Retraiter le résultat financier et la trésorerie

#### a) Cohérence du résultat financier et de la trésorerie

Le résultat financier peut ne pas être cohérent avec la trésorerie affichée au bilan. Par exemple, la somme des montants de disponible et de valeurs de placements, à l'actif, est supérieure aux dettes financières du passif, à chaque fin d'exercice. La firme est donc, apparemment, en trésorerie nette positive. Et pourtant, le résultat financier affiche un montant de frais supérieur aux produits.

Cette anomalie apparente provient, dans certains cas, d'une saisonnalité de la trésorerie. Celle-ci peut être bonne en fin d'exercice, en raison du cycle des affaires. Ainsi les entreprises qui ont une clientèle publique importante bénéficient souvent en fin d'année de versements substantiels, ces règlements étant destinés à apurer les crédits disponibles dans les Administrations, au titre de l'exercice qui s'achève.

Un autre motif de cette distorsion peut être la mise en place d'un *window dressing* de fin d'exercice, comportant la mobilisation de créances. L'escompte des effets à recevoir auprès des établissements de crédit a pour but d'améliorer la présentation du bilan. Elle peut d'ailleurs n'être effectuée que pour quelques jours, de fin décembre au tout début de janvier.

Au total, il faudrait donc retenir dans le bilan économique, la trésorerie réelle moyenne de l'année et non la trésorerie ponctuelle de fin d'exercice.

Par ailleurs, les règles comptables, qui intègrent le principe de prudence, peuvent engendrer une distorsion entre les produits financiers enregistrés et ceux réalisés effectivement au cours de l'exercice.

Ainsi en France, les valeurs mobilières de placement, sources de plus-values quasi sûres, n'engendrent comptablement des produits que lors de leur cession. Avec un tel système, les entreprises ont vite fait de « stocker » des produits latents lorsque le résultat d'exploitation est jugé satisfaisant et de les « déstocker » au cours d'un exercice plus difficile.

Enfin, on a par ailleurs évoqué le problème du crédit-bail et du retraitement des frais financiers qu'il implique. Ce retraitement transforme partiellement les redevances payées, en frais financiers, dans le compte de résultat.

#### *b) Pertes et gains de change*

Un autre point à vérifier est le sort subi par les pertes et gains de change. Il convient de distinguer :

- les écarts de change
- les écarts de conversion

Les écarts de change constatés sur les opérations effectivement réalisées (par exemple, perte sur une facture émise vers un client étranger et réglée par ce client en devises, à un taux supérieur à celui de l'encaissement réalisé en francs, après conversion des devises, par l'entrepreneur) sont pris en résultat immédiatemment.

L'écart de conversion, qui traduit la différence de taux de change entre deux bilans, n'est pas pris en résultat comme l'écart de change :

par exemple, le dollar équivalait à 0,842 euro au 31 décembre 2005 et à 0,759 euro au 31 décembre 2006. Un avoir de 10 000 US$ au 31 décembre 2005 était inscrit dans un bilan libellé en euros pour 8 420 euros. Le même montant valait 7 590 euros au 31 décembre 2006.

La règle est que cet avoir continue d'être inscrit pour 8 420 euros au 31 décembre 2006, la différence avec 7 590 euros, soit 830 euros, étant portée en compte d'écart de conversion.

Il sera sans doute plus prudent de porter les écarts ainsi constatés en compte de résultat, s'il s'agit d'une perte, mais de ne pas le faire en cas de bénéfice (ce qui est la situation ci-dessus). Un tel retraitement est d'ailleurs autorisé au niveau des comptes consolidés.

### *H. Retraiter le résultat exceptionnel*

Le résultat exceptionnel doit être analysé de façon approfondie.

Le résultat exceptionnel comporte trois grandes natures de rubriques :

- Produits et charges sur opérations en capital (plus-values et moins-values sur cessions).

- Produits et charges exceptionnels sur opérations de gestion (dont provisions pour restructuration).
- Autres éléments exceptionnels (provisions et amortissements exceptionnels).

On a déjà examiné et on regardera encore le problème des amortissements et provisions.

En ce qui concerne les plus-values et moins-values de cessions, leur examen sur plusieurs exercices est riche d'enseignements. Si les plus et moins-values s'équilibrent à peu près, cela signifie que la politique menée en matière d'amortissements est correcte.

Si les moins-values l'emportent, c'est que l'entreprise n'amortit pas assez. Sur un plan économique, il faut donc alourdir les annuités d'amortissements ou prévoir une perte correspondant à ces moins-values répétitives, sur le résultat courant.

La prépondérance des plus-values sur les moins-values conduit naturellement au raisonnement inverse.

En ce qui concerne les produits et charges exceptionnels sur opérations de gestion, il est important de vérifier si l'une des deux catégories est récurrente. Une telle répétition signifierait que ces plus ou moins-values sont en fait relatives à l'exploitation.

Après retraitement, les éléments véritablement exceptionnels seront exclus des bases servant à la valorisation, dans la mesure où celle-ci sera fondée sur le résultat.

## *I. Retraiter en tenant compte de la fiscalité*

### *a) Impact de la fiscalité sur les retraitements effectués*

Tous les retraitements effectués précédemment devront être complétés de leur impact fiscal.

Sur la base des taux d'imposition, tout retraitement positif sera, par exemple, à amputer de 33,33%[1] lorsqu'il s'agit d'une société et toute charge complémentaire sera diminuée du même pourcentage.

### *b) Report d'un déficit fiscal existant*

Un report de déficit fiscal permettra ultérieurement de réaliser des bénéfices qui ne supporteront pas l'impôt jusqu'à un certain montant. Il convient d'en tenir compte soit dans le calcul des résultats nets à venir, soit dans le calcul de la situation nette.

Cette question sera à nouveau évoquée à propos de la valeur patrimoniale, chapitre 5.

1. Les taux d'imposition peuvent comprendre l'impôt sur les bénéfices proprement dit et des contributions additionnelles et sociales. Les obligations d'applications et les taux de ces différentes perceptions varient au fil des années et également selon la taille des sociétés.

## 2. Analyser les recettes

Dès lors que l'on étudie le chiffre d'affaires, il convient de s'assurer que la facturation de l'exercice ne comporte pas des montants dont l'encaissement est irréaliste. On devra, si possible, rapprocher facturation et commandes enregistrées.

Sont particulièrement à examiner les transferts de charges introduits au niveau des produits. Il faut vérifier qu'il ne s'agit pas de reports de dépenses sur exercices ultérieurs, non justifiés.

Par ailleurs, dans le cas où l'entreprise perçoit des subventions, il faudra examiner le rôle et la pérennité de ces subventions.

A l'inverse, notamment dans le cas de petites exploitations ou de certaines sociétés de pays méditerranéens à fiscalité lourde, une partie du chiffre d'affaires pourra ne pas avoir été enregistrée dans les comptes.

Il est nécessaire d'estimer ce chiffre d'affaires manquant. A cette fin, on pourra utiliser les « coefficients multiplicateurs » qui existent pour chaque profession et qui s'appliquent aux achats pour déterminer le véritable chiffre d'affaires.

Un coefficient 2,5 indique, par exemple, que dans le secteur concerné, un produit acheté 1 euro est revendu 2,50 euros. Un poste « achats » de 50 000 euros indique *a priori* un chiffre d'affaires de 125 000 euros, sauf écarts de gestion à expliquer.

Dans le cas de sociétés de services, il conviendra également de déterminer le chiffre d'affaires net de rétrocessions dûes à la sous-traitance ou aux apporteurs d'affaires. Cet aspect est d'autant plus important que certaines valorisations se fondent sur le chiffre d'affaires. Si ce dernier comprend, pour une grande part, des rémunérations qui sont recédées par la suite, la valeur ajoutée apportée par l'entreprise doit être revue à la baisse.

# IV. Retraiter le tableau de financement

Le document relatif au financement des activités (ou flux de trésorerie) est extrêmement intéressant pour l'évaluation de l'entreprise. En effet, il fait ressortir sa capacité réelle à produire des liquidités.

Bien entendu, les chiffres à introduire sont ceux des comptes retraités précédemment.

Le tableau est établi dans le cadre des diverses réglementations comptables nationales.

Différentes présentations sont utilisées pour la mise en forme de ce document. Deux tableaux peuvent coexister. Le premier d'entre eux, devenu traditionnel, est le « tableau des emplois et ressources » voisin du *cash-flow statement* ou *statement of changes in cash-flow* des Anglo-Saxons. L'autre tableau, de plus en plus utilisé, s'attache à la « variation de la trésorerie » à l'actif et au passif (les Anglo-Saxons établissent aussi parfois un état du *change in net debt*). Ces deux tableaux sont, en fait, complémentaires.

L'important est de faire ressortir le flux net de trésorerie de l'exercice, autrement dit, de savoir si la firme génère des liquidités (« du cash ») ou en consomme et

pour combien ? Ce facteur majeur à mettre en lumière est parfois noyé dans les comptes.

On verra plus loin les modes de présentation les plus adaptés à souligner cet aspect.

# V. RETRAITER LES COMPTES CONSOLIDÉS

## 1. Consolidation et évaluation

Les règles, très complexes, de la consolidation peuvent être éventuellement orientées vers une présentation favorable du groupe concerné. Cependant, de façon générale, les Commissaires aux Comptes veillent de façon de plus en plus stricte à l'application de ces règles.

Surtout, comme on l'a déjà évoqué précédemment, de nouvelles règles de consolidation sont applicables en France pour les sociétés cotées depuis 2005. Ces règles IAS/IFRS accordent une part importante à la juste valeur.

Il y a donc maintenant une homogénéité obligatoire des méthodes, qui remédie aux disparités constatées antérieurement. En effet, auparavant, beaucoup de groupes tendaient à choisir un référentiel de consolidation à leur goût. Ainsi certaines sociétés françaises, qui souhaitaient être cotées aux Etats-Unis ou seulement y contracter des emprunts, appliquaient les normes américaines qui sont exigées pour pouvoir procéder à ces opérations. Cette façon de faire était souvent étendue à l'ensemble des documents, y compris ceux diffusés en Europe. Cela évitait la tenue de deux jeux de comptes.

D'autres groupes français tendaient par ailleurs à retenir des règles américaines dans certains domaines. Ils les utilisaient conjointement avec d'autres normes appliquées à des rubriques différentes.

Ce mélange des genres nuisait à la lecture des comptes.

## 2. Périmètre de consolidation

On a déjà évoqué le problème de l'écart d'acquisition relatif aux sociétés consolidées. Un autre problème, en cette matière, est celui du périmètre de consolidation.

En France, des règles précises fixent les caractéristiques qui rendent impératives la consolidation : entreprises significatives contrôlées par la maison mère ou sur lesquelles elle dispose d'une influence notable.

Cependant, dans le cadre de l'acquisition d'une société, il sera prudent de faire procéder à la consolidation de la totalité des filiales, y compris celles annoncées comme « non significatives » par le cédant. Cette consolidation intégrale évitera certains artifices de présentation par le vendeur. Le travail de consolidation sera en lui-même plein d'enseignements, du fait des questions qu'il amène à se poser sur les comptes réciproques.

Ainsi, lors de la cession d'un groupe de promotion immobilière, il avait été indiqué qu'aucun bilan consolidé n'était établi, parce que les exercices de la dizaine de sociétés composant le groupe se terminaient chacun à une fin de mois différente : 31 mars, 31 août, etc.

En fait, la réalisation de la consolidation permit de constater que les maigres disponibilités du groupe étaient transférées tour à tour à chacune des filiales lors de la clôture de ses comptes pour donner une apparence favorable à la trésorerie de chacune des entités. La contre-partie de ce transfert de disponibilités se trouvait enrobée dans un compte courant mal identifié de la maison mère.

Un autre problème fréquent est celui du changement de statut des petites filiales, de taille inférieure à celle du seuil de consolidation. Sous des prétextes divers, elles entrent et sortent du périmètre, selon qu'elles sont bénéficiaires (intégration) ou en perte (ce qui entraîne leur sortie).

### 3. Classement de certaines rubriques afférentes à l'achat d'une entreprise par une autre firme

En Grande-Bretagne, les coûts de restructuration relatifs à une acquisition d'entreprise sont classés en charges, dans le compte de résultat de l'exercice postérieur à cette acquisition.

Aux États-Unis, certains de ces coûts sont comptabilisés dans le prix d'achat.

## VI. Retraiter les comptes prévisionnels

Les comptes prévisionnels existent pour les firmes d'une certaine importance. Ils peuvent se présenter pour l'acquéreur éventuel sous deux formes :

- Comptes annuels établis deux fois par an, en vertu de la loi de 1984 relative à la prévention des difficultés des entreprises.
- Comptes prévisionnels établis à différentes occasions et notamment à l'usage de l'acquéreur éventuel.

### 1. Comptes prévisionnels de la loi de 1984

Ces documents comportent un compte de résultat et un tableau de financement prévisionnels pour l'exercice en cours.

L'examen des comptes prévisionnels de la loi de 1984 est intéressant, à la fois sur le plan des prévisions données et aussi aux fins de vérification de la fiabilité des projections établies par l'entreprise. Il est très instructif de se faire communiquer les prévisions des années antérieures, pour les comparer aux réalisations effectives connues lors de la négociation.

### 2. Autres comptes prévisionnels

Les comptes prévisionnels, établis dans la perspective de la cession, pourront être retraités à la lumière des remarques du paragraphe précédent. Là encore, il est utile

de se faire communiquer les prévisions établies dans le passé. Les écarts constatés entre prévisions et réalisations serviront d'éléments pour rectifier les chiffres produits au titre des exercices à venir.

# VII. EXEMPLE DE RETRAITEMENT DE COMPTES SOCIAUX

## 1. Bilan et compte de résultat

Soit la société RIVALI qui présente les comptes suivants, avant et après retraitement économique :

(arrondis en milliers d'unités)

ACTIF

| | Actif brut | Amortis-sements et provision | Valeur nette compta-ble | Retraite-ment | Valeur économi-que après retraite-ment |
|---|---|---|---|---|---|
| **Immobilisations incorporelles** | | | | | |
| Frais d'établissement | 8 | (4) | 4 | (4) | 0 |
| Droit au bail | 123 | (3) | 120 | | 120 |
| Fonds commercial | 2 | | 2 | (2) | 0 |
| Concessions | 2 619 | (1 640) | 979 | (279) | 700 |
| Autres immobilisations | 965 | (446) | 519 | 282 | 800 |
| **Sous-total** | **3 717** | **(2 094)** | **1 623** | **(3)** | **1 620** |
| **Immobilisations corporelles** | | | | | |
| Terrains | 2 053 | (64) | 1 989 | 61 | 2 050 |
| Constructions | 10 209 | (4 594) | 5 615 | 754 | 6 369 |
| Installations techniques | 25 485 | (16 785) | 8 701 | | 8 701 |
| Autres | 5 641 | (3 710) | 1 931 | | 1 931 |
| Immobilisations en cours | 1 268 | | 1 268 | | 1 268 |
| **Sous-total** | **44 656** | **(25 152)** | **19 504** | **815** | **20 319** |
| **Immobilisations financières** | | | | | |
| Participation | 656 | (44) | 612 | (200) | 412 |
| Créances rattachées à des participations | 193 | | 193 | | 193 |
| Autres immobilisations financières | 200 | (109) | 91 | | 91 |
| **Sous-total** | **1 050** | **(153)** | **897** | **(200)** | **697** |
| **Actif immobilisé** | **49 423** | **(27 399)** | **22 024** | **612** | **22 636** |

(arrondis en milliers d'unités)

ACTIF *(suite)*

| | Actif brut | Amortissements et provision | Valeur nette comptable | Retraitement | Valeur économique après retraitement |
|---|---|---|---|---|---|
| **Actif circulant** | | | | | |
| Stock et en-cours | 16 376 | (598) | 15 778 | (1 060) | 14 718 |
| Avances et acomptes versés | 457 | (81) | 377 | | 377 |
| Clients et comptes rattachés | 21 472 | (2 240) | 19 232 | (1 178) | 18 055 |
| Autres créances d'exploitation | 3 084 | (552) | 2 532 | (170) | 2 362 |
| Valeurs mobilières de placement | 15 115 | | 15 115 | | 15 115 |
| Disponibilités | 5 410 | | 5 410 | | 5 410 |
| Charges constatées d'avance | 410 | | 410 | | 410 |
| **Sous-total** | **62 324** | **(3 471)** | **58 853** | **(2 408)** | **56 445** |
| Charges à répartir sur plusieurs exercices | 62 | | 62 | | 62 |
| Écart de conversion | 11 | | 11 | | 11 |
| **ACTIF TOTAL** | **111 819** | **(30 869)** | **80 949** | **(1 796)** | **79 154** |

Les retraitements effectués sont les suivants :

- Frais d'établissement mis à zéro : comme vu précédemment, on considère qu'il s'agit d'une non-valeur.
- Fonds commercial : également mis à zéro.
- Terrains et constructions : une expertise montre que leur valeur économique est supérieure, respectivement de 61 et 754, à leur valeur nette comptable.
- Concessions : la société dispose de deux concesssions. Compte tenu des faibles résultats que l'on peut en escompter, il a paru nécessaire de compléter les amortissements déjà réalisés.
- Autres immobilisations : elles incluent un logiciel conçu par la société et qui rapporte des droits annuels dont la valeur actuarielle est supérieure de 282 à la valeur nette comptable.

- Participations : une participation détenue de façon minoritaire (à hauteur de 30%) est à déprécier de 200.
- Stocks et en-cours : un écart constaté de 350 lors de l'inventaire physique du 31 décembre n'a pas été enregistré dans les comptes. Par ailleurs, des stocks sont obsolètes pour un montant de 710.
- Clients et comptes rattachés : un certain nombre de créances, non dépréciées comptablement, semblent être d'un recouvrement difficile. Une dépréciation économique complémentaire de 1 178 est donc introduite.
- Autres créances d'exploitation : un ancien dirigeant avait emprunté 170 à la société, mais il ne paraît pas possible, pour différentes raisons, de récupérer cette créance.

Tous ces retraitements économiques ont une contrepartie à enregistrer au passif :

| **Contrepartie des retraitements de l'actif à enregistrer au passif** | |
|---|---|
| 1° - Retraitements de signe positif à l'actif | |
| Autres immobilisations incorporelles | 282 |
| Terrains | 61 |
| Constructions | 754 |
| Contrepartie au passif : | |
| Imputation en écart de réévaluation | 1 097 |
| 2° - Retraitements de signe négatif à l'actif | |
| Frais d'établissement | (4) |
| Fonds commercial | (2) |
| Concessions | (279) |
| Participations | (200) |
| Stocks et en-cours | (1 060) |
| Clients et comptes rattachés | (1 178) |
| Autres créances exploitation | (170) |
| Contrepartie au passif | |
| Imputation aux réserves | (2 892) |
| Retraitements totaux (1° + 2°) | (1 796) |

À ces retraitements à apporter au passif, issus des retraitements de l'actif, s'ajoutent pour ce même passif, d'autres redressements de source différente, issus des retraitements du compte de résultat.

En effet, le compte de résultat donne lieu également à des retraitements :

- La rémunération du président-directeur général, propriétaire de la société est de 1 400, charges sociales incluses. Il pourra être remplacé, une fois la cession

réalisée, par un salarié coûtant 900, charges incluses. Il y a donc une amélioration de 500 à introduire.

- Les sous-évaluations de créances douteuses concernent l'exercice sous revue pour 250.
- Les produits financiers de l'exercice incluent la cession de SICAV de trésorerie acquises quatre ans auparavant. La plus-value réalisée au titre de l'exercice s'élevait à 254 contre un enregistrement total de 954.
- Les dépréciations économiques de stocks pour 1 060, signalées à propos de l'actif sont à rattacher à l'exercice.
- Il apparaît un risque à provisionner de 300. Cette provision est considérée comme fiscalement déductible et les provisions pour impôt sont à diminuer de 125 (par hypothèse).

De même, les autres ajustements introduits dans le compte de résultat entraînent une correction de la provision pour impôt sur les bénéfices.

En ce qui concerne la participation des salariés, on a, pour simplifier, supposé qu'elle n'était pas modifiée par la variation de résultat, même si en pratique ce serait sans doute le cas. En l'occurrence, la baisse des fonds propres joue en faveur des salariés, tandis que la diminution du résultat a un effet inverse.

Le compte de résultat incrémenté de ses retraitements se présente donc ainsi :

COMPTE DE RÉSULTAT

| | Montant comptable | Retraitement | Valeur économique après retraitement |
|---|---|---|---|
| **Produits d'exploitation** | | | |
| Chiffre d'affaires | 92 106 | | 92 106 |
| Production stockée | 1 231 | | 1 231 |
| Subventions | 72 | | 72 |
| Reprise amortissements et provisions | 414 | | 414 |
| Transfert de charges | 443 | | 443 |
| Autres produits d'exploitation | 290 | | 290 |
| **Sous-total** | **94 555** | **0** | **94 555** |

COMPTE DE RÉSULTAT *(suite)*

| | Montant comptable | Retraitement | Valeur économique après retraitement |
|---|---|---|---|
| **Charges d'exploitation** | | | |
| Achats stockés | 40 306 | | 40 306 |
| moins variations de stocks | (2 159) | 350 | (1 809) |
| Autres achats et charges externes | 17 517 | | 17 517 |
| Impôts et taxes | 3 437 | | 3 437 |
| Charges de personnel | 14 428 | (500) | 13 928 |
| Dotation aux amortissements | 4 134 | | 4 134 |
| Dotation aux provisions | 898 | 550 | 1 448 |
| Autres charges d'exploitation | 453 | | 453 |
| **Sous-total** | **79 014** | **400** | **79 414** |
| **Résultat d'exploitation** | **15 541** | **(400)** | **15 141** |
| **Résultat financier** | | | |
| Produits financiers | 1 163 | (600) | 563 |
| Charges financières | (1 815) | | (1 815) |
| | **(652)** | **(600)** | **(1 252)** |
| **Résultat courant** | **14 889** | **(1 000)** | **13 889** |
| **Résultat exceptionnel** | | | |
| sur opérations de gestion | (2 258) | | (2 258) |
| sur opérations en capital | 3 735 | | 3 735 |
| | **1 477** | **0** | **1 477** |
| Participation des salariés | 80 | | 80 |
| Impôts sur les bénéfices | 6 143 | (416) | 5 727 |
| **Résultat net** | **10 143** | **(584)** | **9 559** |

Certains des retraitements indiqués ci-dessus ont aussi une contrepartie au passif. Cette contrepartie vient s'ajouter aux redressements effectués au titre des retraitements économiques de l'actif.

| Contrepartie des retraitements du compte de résultat à enregistrer au passif | |
|---|---|
| 1° - Retraitements de signe positif au compte de résultat | |
| Charges de personnel | 500 |
| Contrepartie au passif : | |
| Imputation aux réserves | 500 |
| 2° - Retraitements de signe négatif au compte de résultat | |
| Variation de stocks | (350) |
| Dotation aux provisions (hors provision pour risque de 300 classée ailleurs) | (250) |
| Produits financiers | (600) |
| | (1 200) |
| Contrepartie au passif | |
| Imputation aux réserves | (1 200) |
| Retraitements totaux (1° + 2°) | (700) |

Compte tenu des retraitements économiques opérés à l'actif et dans le compte de résultat, le passif ajusté en conséquence, se présente de la manière suivante :

PASSIF

| | Passif brut | Valeur nette comptable | Retraitement | Valeur économique après retraitement |
|---|---|---|---|---|
| **Capitaux propres** | | | | |
| Capital social | 4 842 | 4 842 | | 4 842 |
| Primes d'émission, de fusion, d'apport | 2 129 | 2 129 | | 2 129 |
| Réserves | 18 262 | 18 262 | | 18 262 |
| Retraitement des réserves | | | | |
| - issu de l'actif | | | (2 892) | (2 892) |
| - issu du compte de résultat | | | 700 | 700 |
| Écart de réévaluation | 1 272 | 1 272 | 1 097 | 2 368 |
| Résultat de l'exercice | 10 143 | 10 143 | (584) | 9 559 |
| **Sous-total** | **36 647** | **36 647** | **(1 680)** | **34 967** |
| Provisions | 514 | 514 | 300 | 814 |
| Impôts différés | 875 | 875 | | 875 |

PASSIF *(suite)*

| | Passif brut | Valeur nette comptable | Retraitement | Valeur économique après retraitement |
|---|---|---|---|---|
| **Dettes financières** | | | | |
| Emprunts obligataires | 4 363 | 4 363 | | 4 363 |
| Établissements de crédit | 15 306 | 15 306 | | 15 306 |
| Dettes financières diverses | 663 | 663 | | 663 |
| **Sous-total** | **20 332** | **20 332** | | **20 332** |
| **Dettes d'exploitation** | | | | |
| Avances et acomptes reçus | 20 | 20 | | 20 |
| Fournisseurs | 11 913 | 11 913 | | 11 913 |
| Autres dettes d'exploitation | 9 978 | 9 978 | (416) | 9 562 |
| | **21 912** | **21 912** | **(416)** | **21 496** |
| **Sous-total** | | | | |
| Dettes sur immobilisations | 220 | 220 | | 220 |
| Produits constatés d'avance | 449 | 449 | | 449 |
| Écart de conversion | 0 | 0 | | 0 |
| **PASSIF TOTAL** | **80 949** | **80 949** | **(1 796)** | **79 154** |

## 2. Tableaux de financement

On passera maintenant à l'établissement de ce que l'on peut appeler les tableaux de financement de l'entreprise :

- Emplois et ressources
- Tableau de trésorerie

Toute cette gymnastique de chiffres peut paraître bien lourde à bâtir et bien aride à consulter. Mais elle permet de voir les « ressorts financiers » de l'entreprise de manière plus concrète, à certains points de vue, que le bilan et le compte de résultat. Par ailleurs, tous les praticiens savent bien que le fait d'analyser les chiffres de l'entreprise en tous sens fait apparaître des éléments révélateurs et inconnus au premier abord, voire même occultés.

L'établissement des tableaux d'emplois et ressources et de trésorerie multiplient les angles de vue sur la firme en cours d'évaluation. Cette prolifération voulue sert en quelque sorte à obtenir une vision « multidimensionnelle » de cette firme.

### *A. Emplois et ressources*

Pour déterminer le tableau des emplois et ressources et voir les retraitements qui doivent s'y appliquer, on posera quelques hypothèses :

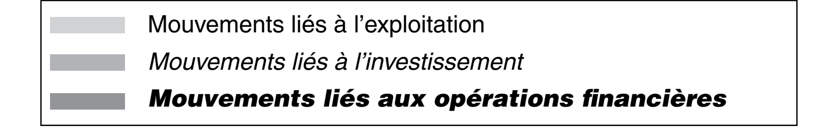
- Au cours de l'exercice, on suppose que la société a contracté 700 de nouveaux emprunts et remboursé 1 603 d'emprunts arrivés à échéance.
- Elle a fait appel à ses actionnaires pour 2 324.

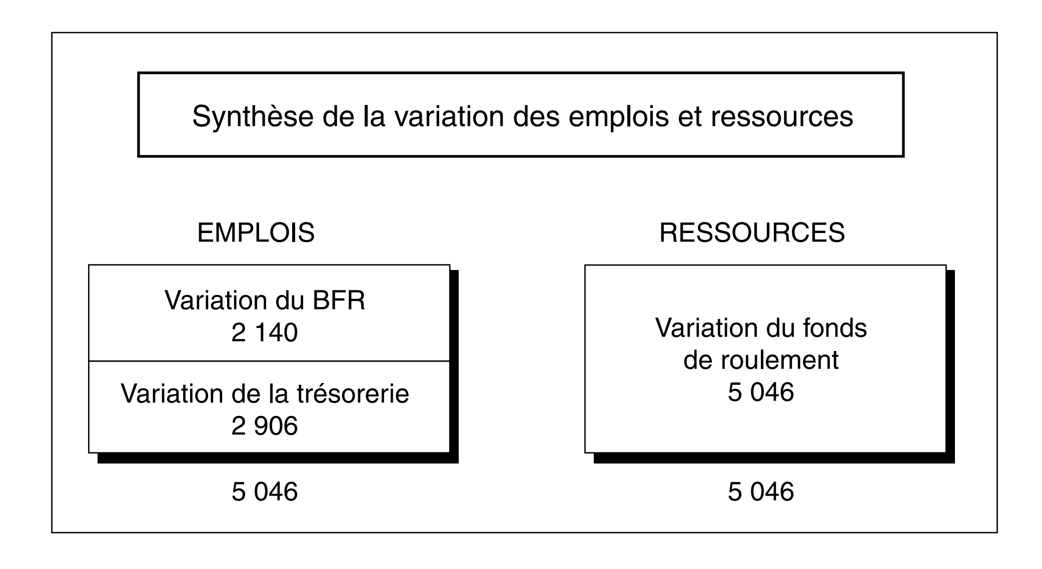
TABLEAU DES EMPLOIS ET RESSOURCES

| | Montant comptable | Retraitement | Valeur économique après retraitement |
|---|---|---|---|
| RESSOURCES | | | |
| **Ressources en fonds de roulement** | | | |
| Résultat | 10 143 | (584) | 9 559 |
| Amortissements | 4 134 | | 4 134 |
| Provisions | 484 | 550 | 1 034 |
| Résultat sur cession d'actif (retraitement des plus-values) | (1 698) | | (1 698) |
| *** Capacité d'autofinancement** | **13 063** | **(34)** | **13 029** |
| ** Cessions d'immobilisations* | *3 207* | | *3 207* |
| ***Nouveaux emprunts*** | ***700*** | | ***700*** |
| ***Augmentation de capital*** | ***2 324*** | | ***2 324*** |
| **** Autres financements*** | ***3 024*** | | ***3 024*** |
| * Prêts et dépôts remboursés (relevant en fait de l'exploitation) | 268 | | 268 |
| **Ressources en fonds de roulement (A)** | **19 563** | **(34)** | **19 529** |
| **Diminution besoin en fonds de roulement** | | | |
| Augmentation des comptes fournisseurs | 60 | | 60 |
| Augmentation des autres dettes | 703 | (416) | 287 |
| **Diminution BFR (B)** | **763** | **(416)** | **347** |
| **Total des ressources (A) + (B)** | **20 326** | **(450)** | **19 876** |

TABLEAU DES EMPLOIS ET RESSOURCES *(suite)*

| | Montant comptable | Retraitement | Valeur économique après retraitement |
|---|---|---|---|
| EMPLOIS | | | |
| **Fonds de roulement** | | | |
| *Investissements corporels et incorporels* | *7 623* | | *7 623* |
| *Acquisitions de titres de participations* | *4 564* | | *4 564* |
| *Prêts et dépôts consentis* | *31* | | *31* |
| ***Remboursements d'emprunt*** | ***1 603*** | | ***1 603*** |
| ***Dividendes versés*** | ***664*** | | ***664*** |
| **Emplois en fonds de roulement (C)** | **14 483** | | **14 483** |
| **Augmentation besoin en fonds de roulement** | | | |
| Augmentation des avances reçues<br>Augmentation de stocks<br>Augmentation des autres créances<br>Diminution des acomptes versés<br>Diminution des créances clients<br>Diminution réserves réévaluation et divers | 2 486 | | 2 486 |
| **Augmentation BFR (D)** | **2 486** | | **2 486** |
| **Total des emplois (C) + (D)** | **16 969** | **0** | **16 969** |
| **Variation du fonds de roulement (A) – (C)** | **5 080** | **(34)** | **5 046** |
| **Variation du BFR (D) – (E)** | **1 724** | **416** | **2 140** |
| **Variation de trésorerie dont :** | **3 356** | **(450)** | **2 906** |
| exploitation | 11 608 | (450) | 11 158 |
| *investissement* | *(9 010)* | *0* | *(9 010)* |
| ***opérations financières*** | ***758*** | ***0*** | ***758*** |





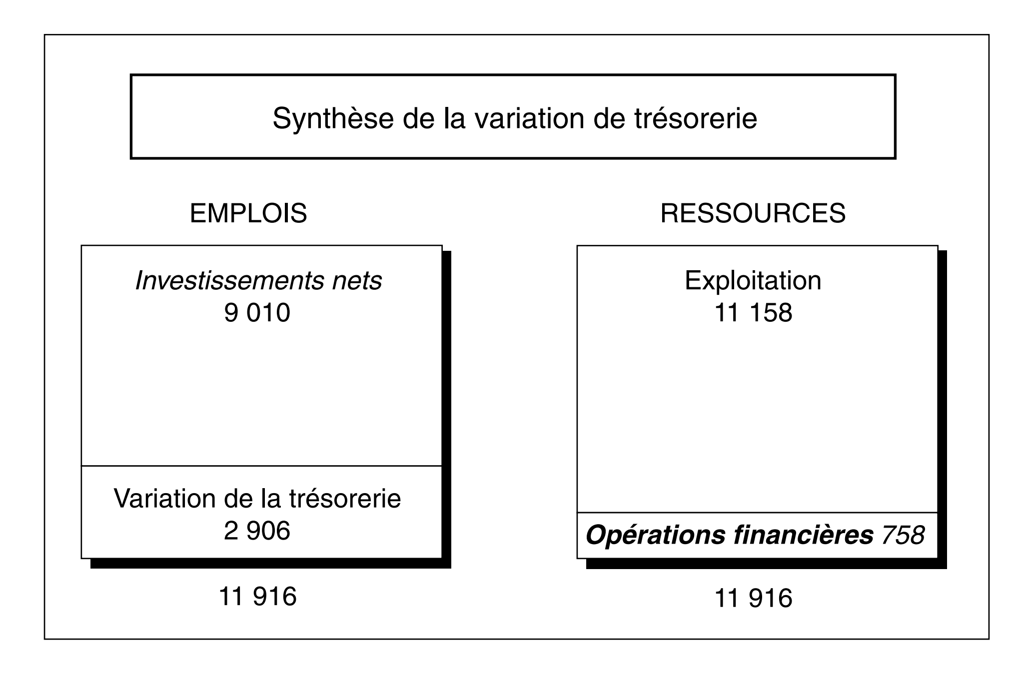

### *B. Tableau de trésorerie*

VARIATION DE TRÉSORERIE DE L'EXERCICE

| | Montant comptable | Retraitement | Valeur économique après retraitement |
|---|---|---|---|
| **Variation de trésorerie** | **3 356** | **(450)** | **2 906** |
| **dont :** | | | |
| Capacité d'autofinancement | 13 063 | (34) | 13 029 |
| Prêts et dépôts remboursés | 268 | 0 | 268 |
| Diminution BFR (B) | 763 | (416) | 347 |
| Augmentation BFR (D) | (2 486) | 0 | (2 486) |
| **exploitation** | **11 608** | **(450)** | **11 158** |
| **dont :** | | | |
| *Cessions d'immobilisations* | *3 207* | *0* | *3 207* |
| *Investissements corporels et incorporels* | *(7 623)* | *0* | *(7 623)* |
| *Acquisitions de titres de participation* | *(4 564)* | *0* | *(4 564)* |
| *Prêts et dépôts consentis* | *(31)* | *0* | *(31)* |
| ***investissements*** | ***(9 010)*** | ***0*** | ***(9 010)*** |
| **dont :** | | | |
| ***Autres financements*** | ***3 024*** | ***0*** | ***3 024*** |
| ***Remboursements d'emprunts*** | ***(1 603)*** | ***0*** | ***(1 603)*** |
| ***Dividendes versés*** | ***(664)*** | ***0*** | ***(664)*** |
| ***opérations financières*** | ***758*** | ***0*** | ***758*** |

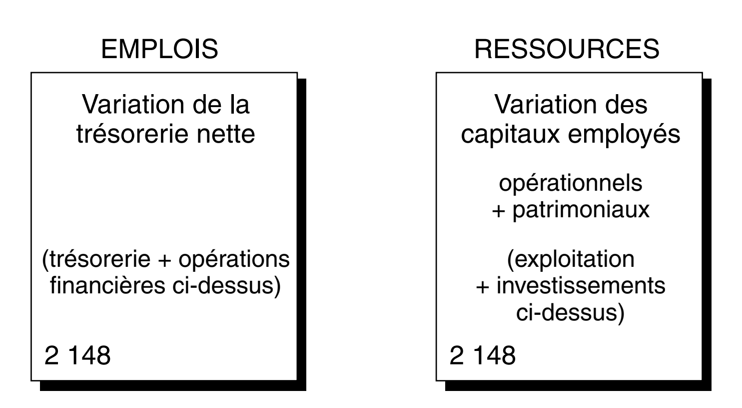
On voit que la variation de trésorerie positive est essentiellement dûe à l'exploitation (pour 11 158). Les apports financiers extérieurs sont faibles (758). En revanche, les investissements sont gros consommateurs de trésorerie (9 010).

Ces mêmes types de tableaux établis sur plusieurs années (tableaux de flux pluriannuels) donnent évidemment des indications encore plus significatives.




*N.B.* La variation de trésorerie qui apparaît ici est relative à la seule trésorerie de l'actif, sans déduction des dettes financières. La variation de celles-ci constitue le poste « opérations financières ».

Si l'on présente ce même tableau selon les formes du bilan de gestion figurant au lexique, les éléments deviennent :



On voit que la société RIVALI crée des liquidités (2 148 de variation de trésorerie nette[1]) et donc des richesses tangibles.

Naturellement, une telle évolution est intéressante à établir sur plusieurs années dans le cadre de « tableaux de flux pluriannuels ».

## VIII. Pratique de retraitement de comptes consolidés

On ne présentera pas d'exemple de retraitement des comptes consolidés. En effet, dans le cadre des comptes consolidés, les retraitements sont d'abord effectués au niveau des comptes sociaux des principales sociétés incluses dans le périmètre de consolidation.

Par la suite, certains retraitements peuvent être à effectuer sur les quelques postes propres aux comptes consolidés.

Le commentaire le plus important à donner à propos de ces rubriques concerne l'écart d'acquisition. C'est le principal poste faisant l'objet de problèmes spécifiques aux comptes consolidés, en matière d'évaluation.

Dans une évaluation, on constatera, par exemple que l'écart d'acquisition a été mis à zéro, ce qui veut dire que la valeur des filiales n'a pas été réévaluée. Autrement dit, les actifs des filiales ne renferment pas de plus-values latentes susceptibles d'éponger l'écart d'acquisition.

Leur rentabilité, insuffisante, ne correspond pas non plus à leur prix de revient inscrit dans les livres de la maison-mère, et justifie cette mise à zéro de l'écart d'acquisition.

Une autre rubrique concerne aussi les calculs d'évaluation. Il s'agit du résultat net revenant aux minoritaires. En bonne logique, l'évaluation ne doit prendre en compte que le résultat attribuable au groupe, c'est-à-dire à la maison mère. Cependant, celle-ci a toujours, en pratique, un certain pouvoir au niveau de l'extériorisation des résultats de ses filiales y compris sur la part revenant aux minoritaires. Il convient donc de tenir compte de ce dernier élément, au moins sur un plan qualitatif.

1. La variation de trésorerie nette est égale à la variation de trésorerie à l'actif, diminuée du solde des opérations financières (augmentation de capital et variation de dettes financières), à savoir :

| | |
|---|---|
| Augmentation de trésorerie à l'actif | 2 906 |
| Augmentation dûe aux apports financiers extérieurs | (758) |
| Variation de trésorerie nette | 2 148 |

# Deuxième partie



## Évaluer

Le monde économique contemporain s'oriente essentiellement vers l'avenir qui s'annonce globalement favorable même s'il est souvent aléatoire. Le passé sous toutes ses formes perd de nos jours de son importance, alors qu'il fut pendant longtemps une référence.

Le regard porté sur l'évaluation des entreprises a suivi la même évolution que celui adopté par le marché économique.

La valeur d'une entreprise devient la somme des flux financiers qu'elle va rapporter dans l'avenir (valeur de rendement). Auparavant, on s'attachait surtout à ce que l'entreprise gagnait dans le présent et avait gagné dans le passé, pour déterminer cette valeur de rendement.

De même, une attention considérable était apportée à ce qu'avaient coûté aux actionnaires les mises de fonds dans l'entreprise[1]. Cette vision statique et tournée vers le passé permettait d'en fixer le prix (valeur patrimoniale).

En fait, valeur de rendement et valeur patrimoniale sont imbriquées. Lors de cessions successives réalisées sur la même entreprise, les calculs de valeur de rendement sont ponctués par les opérations financières d'achat réalisées par chaque acquéreur. Le prix d'acquisition d'une entreprise constitue en quelque sorte la nouvelle valeur patrimoniale de cette entreprise dans les comptes de son acquéreur.

Cette valorisation patrimoniale « historisée » dans les comptes de l'acquéreur perdra peu à peu son sens au profit de la nouvelle valeur qui résultera des rendements réels ultérieurs générés. Il y a ainsi une sorte d'alternance entre fixation d'un prix par le rendement et traduction de ce prix en valeur patrimoniale pour un acquéreur à l'issue d'une transaction.

Dans bien des cas, lors d'une évaluation, on associe d'ailleurs la valeur patrimoniale à la valeur de rendement.

Toujours est-il que la valeur de rendement est maintenant le pivot des évaluations d'entreprise et qu'elle sera examinée en priorité.

---

1. Mises de fonds des actionnaires :
   - Mises directes : souscriptions au capital d'origine et apports ultérieurs en espèces ou en biens ; ou encore, prix d'acquisition d'une entreprise déjà constituée ;
   - Mises indirectes : bénéfices non distribués aux actionnaires et portés en réserves.

## Clés d'accès

### Chapitre 4 - ÉVALUER PAR LES FLUX

*Déterminer la valeur d'une entreprise en capitalisant les flux qu'elle génère.*

#### I. - Déterminer le véritable montant des flux réalisés

*Que gagne vraiment une entreprise ?*

**1. Bénéfice net (ou résultat net)**

**2. Résultat courant**

**3. Résultat courant après frais financiers théoriques**

**4. Disponible après le financement des investissements et de la croissance (DAFIC)**

**5. Variation de trésorerie**

**6. *Free cash flow***

**7. Exemple**

**8. Dividende**

**9. Marge brute d'autofinancement**

**10. EBIT et EBITDA**

**11. Chiffre d'affaires**

*La multiplicité des critères possibles destinés à refléter les gains montre que la réponse à la question ci-dessus n'est pas aussi simple qu'on aurait pu le penser.*

#### II. - Déterminer les flux à venir

☞ *Pour ce faire, il faut d'abord choisir un critère adapté*

#### III. - Évaluer la valeur par les flux

**1. Critère du *free cash flow***

- Évaluer par le *free cash flow*
- Contrôler une évaluation avec le *free cash flow*

**2. Critère du bénéfice net**

- Évaluer par un multiple du bénéfice net
- Le bénéfice net est le principal critère utilisé en Bourse

**3. Délai de recouvrement**

☞ *Le temps nécessaire pour récupérer son investissement*

**4. Critère du dividende - formules de Gordon-Shapiro**

☞ *Basées sur les dividendes versés*

**5. Modèle de Bates**

☞ *Basé sur les dividendes versés et replacés dans le contexte économique et financier*

**6. Autre méthode associant les valeurs de rendement**

☞ *Associer la capitalisation des flux à venir et la valeur de revente estimée par un multiple du résultat*

**7. Création de valeur actionnariale**

☞ *Une réflexion globale sur les flux est à mener : l'entreprise crée-t-elle de la richesse ?*

**8. Critère du chiffre d'affaires**

## IV. - Exemple chiffré

1. **Valoriser avec le bénéfice courant diminué de la variation de besoin en fonds de roulement**
2. **Valoriser par le bénéfice courant avec amortissement du *goodwill***
3. **Délai de recouvrement (DR)**
4. ***Price Earning Ratio* (PER)**
5. **Valoriser par le *free cash flow* associé au PER**
6. **Synthèse des différentes valorisations obtenues**
7. **Taux interne de rendement (TIR)**

   *L'acquéreur peut se fixer un taux de rendement de son investissement, ce qui revient à calculer une valeur plafond de l'entreprise cible*

Mots clés à voir éventuellement dans le lexique :

✓ **Résultat ordinaire et extraordinaire**

Chapitre

# 4 ÉVALUER PAR LES FLUX

En termes monétaires, la valeur d'une entreprise est constituée par ses résultats à venir.

Sur un plan purement financier, l'acquisition d'une entreprise n'est autre qu'une mise de fonds qui correspond à un investissement. Or, tout investissement d'une somme n'a, en général, de sens que par le profit qu'il est susceptible d'apporter.

Certes, il peut exister des cas d'achat de firme qui ne répondent pas à ces seuls critères économiques et correspondent à d'autres perspectives : par exemple,

– reprise d'une entreprise familiale, pour la maintenir dans le giron de la famille fondatrice ;
– protection de l'emploi dans le cas, notamment, du rachat d'une entreprise par ses salariés ;
– acquisition à but humanitaire ou sentimental ;
– ou même « investissement plaisir ».

Hormis ces cas qui peuvent justifier, lors de l'évaluation, des considérations particulières, affectant le montant de la valeur consentie par l'acquéreur, on dira avec Irving FISHER, que « la valeur de tout capital » (et donc de toute entreprise) « est celle de son rendement futur » et donc de ses résultats à venir.

Le problème initial est de déterminer les flux de résultat qui serviront de base à l'évaluation. On commencera par l'examen des flux déjà réalisés, qui constituent le point de départ des estimations de résultats futurs.

## I. Déterminer le véritable montant de flux réalisés

Quel est le flux de résultat réellement enregistré par une entreprise ? On examinera les différentes données qui peuvent apporter une réponse à cette question.

### 1. Bénéfice net (ou résultat net)

Une première idée qui vient à l'esprit est d'utiliser la notion de bénéfice net après impôt. En principe, le bénéfice net d'un exercice est exactement ce que l'entreprise a gagné dans l'année.

En pratique, le bénéfice net est d'un usage aisé puisqu'il se lit en direct dans les comptes.

## 2. Résultat courant

Toutefois, le bénéfice net peut varier de façon très forte, en fonction des éléments du « résultat exceptionnel ». Au lieu de se servir du bénéfice net, il peut donc paraître plus judicieux de prendre en compte le résultat courant (résultat d'exploitation + résultat financier) diminué de la participation des salariés et de l'impôt sur les bénéfices, recalculés en fonction de ce seul résultat courant.

Ce bénéfice courant peut, éventuellement, être retraité de la variation annuelle de besoin de fonds de roulement, nécessaire au développement de l'activité

## 3. Résultat courant après frais financiers théoriques

Un autre facteur peut altérer la perception de la véritable capacité bénéficiaire d'une entreprise. Il s'agit du niveau de fonds propres mis à sa disposition. Une firme qui dispose de fonds propres très élevés supportera peu de frais d'emprunts ou même dégagera des produits financiers. Un niveau de fonds propres supérieur aux besoins de financement de l'exploitation laisse une trésorerie disponible qui génère de tels produits.

Avec des données par ailleurs identiques, une entreprise pauvre en capitaux propres dégagera un résultat courant bien moindre que la même entreprise fortement dotée en fonds propres, la première devant supporter des frais financiers supplémentaires en raison de sa structure des ressources (les emprunts se substituant au fonds propres pour la couverture des besoins de financement).

Aussi, il peut paraître utile de retraiter le résultat courant, en considérant que l'ensemble des ressources sont empruntées. Cela revient à calculer des frais financiers théoriques sur les fonds propres considérés en l'occurrence comme des dettes financières. On aboutit ainsi à un résultat qui représente, hors toute notion de structure du capital, le montant du gain effectif généré par l'entreprise.

Un moyen d'affiner le calcul consiste à prendre comme base les ressources propres (fonds propres + provisions) pour la détermination des frais financiers théoriques. Une entreprise provisionnant beaucoup a en pratique plus de fonds permanents (soit des quasi fonds propres) qu'une société sans provision pour risques ou pour charges. Les provisions sont en effet une source temporaire de financement.

Une alternative consiste à faire abstraction du résultat financier[1], de telle sorte que la structure de financement soit indifférente. On raisonne alors sur le résultat d'exploitation.

1. À condition que ce résultat financier ne comporte que des éléments relatifs aux agios payés et perçus et non d'autres rubriques, telles que des pertes sur créances liées à des participations ou des pertes de change.

## 4. Disponible après le financement des investissements et de la croissance (DAFIC)

Les flux précédents ne représentent pas véritablement les entrées nettes de trésorerie. En effet, ils comportent des éléments qui n'impliquent pas de variation de trésorerie (cas notamment des amortissements), tandis qu'à l'inverse, certaines variations de trésorerie leur demeurent extérieures (en particulier les investissements). Or pour certains gestionnaires, les entrées nettes de trésorerie représentent la vérité sur la réalité des résultats de l'entreprise. En effet, le retour aux réalités du « tiroir-caisse » élimine toute abstraction et tout habillage nés de la comptabilité.

On a donc imaginé de retraiter le bénéfice net, du montant des investissements et amortissements, afin de se rapprocher des flux de trésorerie annuels. En effet, les investissements entraînent une sortie de trésorerie contemporaine à leur acquisition, mais ils ne pèsent dans le résultat que par l'annuité de leur amortissement, qui est déconnectée des mouvements de trésorerie. Afin de se rapprocher de la variation de trésorerie, on déduit donc les investissements et on ajoute l'annuité d'amortissement.

Du chiffre ainsi obtenu, on retranche ensuite le besoin de fonds de roulement supplémentaire existant à la fin de l'exercice par rapport à l'année précédente. Ce besoin rend en effet indisponible une partie du flux issu du calcul indiqué dans le paragraphe précédent.

## 5. Variation de trésorerie

Il est encore possible de se rapprocher davantage de la variation de trésorerie, telle qu'elle apparaît dans le tableau des flux de trésorerie, annexé aux comptes[1] et même de la rejoindre. De manière schématique, il suffit de retraiter le DAFIC des mouvements constatés sur les provisions (constitution et reprise) puisque ces mouvements n'ont, par eux-mêmes, aucune incidence sur la trésorerie.

On peut schématiser les raisonnements sous la forme suivante, en repartant des produits ou chiffre d'affaires de l'entreprise :

1. *Cf.* exemple mentionné à la fin de la première partie.

| |
|---|
| Produits – Achats et charges externes = Valeur ajoutée |
| Valeur ajoutée – Impôts et taxes – Frais de personnel<br>= Excédent brut d'exploitation |

| |
|---|
| Excédent brut d'exploitation – Variation du besoin en fonds de roulement =<br>**Variation de trésorerie d'exploitation (1)** |
| – Investissements + Cessions =<br>**Variation trésorerie sur investissements (2)** |
| + Augmentation de capital – Dividendes versés<br>+ Nouveaux emprunts – Remboursement emprunts – Frais financiers<br>– Impôt sur les Sociétés payé =<br>**Variation de trésorerie sur les tiers (3)** |
| **Variation de trésorerie gobale de l'entreprise = (1) + (2) + (3)**<br>ou =<br>Variation du disponible – Variation des dettes financières à court terme |

## 6. « *Free cash flow* »

Le *free cash flow* est une notion issue de toutes les réflexions précédentes :

En premier lieu, on prend en compte la variation de trésorerie mais, afin de connaître la rentabilité courante de l'entreprise, on retranche de la variation de trésorerie, le résultat exceptionnel (*cf*. « bénéfice courant » au § 2).

Puis, dans la théorie classique, le *free cash flow* est calculé hors produits et frais financiers, afin de refléter la création de richesse générée par l'activité de l'entreprise de façon totalement transparente, en éliminant l'incidence de la structure des ressources de l'entreprise (part respective de ressources propres et des dettes financières).

En fait, lorsqu'on achète une société, on acquiert à la fois son actif et son passif, avec notamment ses fonds propres tels qu'ils sont à la date d'acquisition. On ne peut donc faire abstraction des frais ou produits financiers nés de l'endettement ou du non-endettement lié à la composition du passif.

## 7. Exemple

Afin d'éclairer le débat, on trouvera ci-après un schéma qui donne la composition des différents critères cités (en fonction des chiffres de la société RIVALI déjà évoquée à la fin de la première partie).

Chacun des montants est établi à partir des comptes retraités décrits plus haut.

| BÉNÉFICE NET | RÉSULTAT COURANT | RÉSULTAT COURANT APRÈS FRAIS FINANCIERS SUR FONDS PROPRES |
|---|---|---|
| Bénéfice net 9 559 | Bénéfice net 9 559 | Résultat courant 8 574 |
| | Résultat exceptionnel soustrait (1 477) | Frais financiers théoriques sur fonds propres[1] (2 098) |
| | Retraitement fiscal afférent 492 | Retraitement fiscal afférent 699 |
| TOTAL 9 559 | 8 574 | 7 175 |

| BÉNÉFICE COURANT MOINS VARIATION DU BFR |
|---|
| Bénéfice net 9 559 |
| Résultat exceptionnel soustrait (1 477) |
| Retraitement fiscal afférent[2] 492 |
| Δ BFR (2 140) |
| 6 434 |

Notes

1.
Fonds propres
34 967 × 6 % = (2 098)
– Impôt
33,3 % = 699
(1 399)

2. En supposant un taux d'imposition égal à 33,3 %.

| DAFIC | VARIATION DE TRÉSORERIE DISPONIBLE | *FREE CASH FLOW* |
|---|---|---|
| | Constitution de provisions 1 448 | Constitution de provisions 1 448 |
| Amortissements 4 134 | Amortissements 4 134 | Amortissements 4 134 |
| Reste à amortir inclus dans prix de cession 1 509 | Reste à amortir inclus dans prix de cession 1 509 | Reste à amortir inclus dans prix de cession 1 509 |
| Bénéfice net 9 559 | Bénéfice net 9 559 | Bénéfice net 9 559 |
| Investissements (12 187) | Investissements (12 187) | Investissements (12 187) |
| Δ BFR (2 140) | Δ BFR (2 140) | Δ BFR (2 140) |
| | Reprise de provisions (414) | Reprise de provisions (414) |
| | Divers 239 | Résultat exceptionnel soustrait (1 477) Retraitement fiscal afférent 492 |
| TOTAL 875 | 2 148[1] | 924[1] |

1. Les dividendes versés seraient normalement à retrancher dans la définition traditionnelle. Toutefois, la distribution allant vers l'actionnaire, donc le futur acquéreur, fait partie des biens futurs que celui-ci va acheter. Il paraît donc logique de la maintenir dans la variation de trésorerie.

On voit que par rapport au bénéfice net de 9 559, le DAFIC, la variation de trésorerie et le *free cash flow* atteignent des montants bien différents de ce chiffre (respectivement 875, 2 148 et 924).

Agglomérées sur une très longue période, toutefois, ces quatre notions se rejoignent partiellement, tout au moins dans le cas d'entreprises qui ne font que maintenir leur activité, sans la développer (ce qui est assez fréquent dans le cas de certaines PME).

En effet, les bénéfices nets additionnés recoupent en principe le DAFIC dans de telles entreprises (les investissements sur une longue période sont pratiquement égaux aux amortissements majorés du reste à amortir sur cessions), à la seule différence de la variation de Besoin en Fonds de Roulement.

De même, dans une firme qui ne se développe pas,  les variations cumulées de trésorerie disponible avoisinent le DAFIC puisque constitutions et reprises de provisions s'annulent à peu près sur le long terme. Rejoignant le DAFIC, elles s'alignent donc également sur le bénéfice net de la période, toujours à l'exception de la variation de Besoin en Fonds de roulement.

On remarquera cependant que la variation de Besoin en Fonds de Roulement, facile à déterminer au titre d'un exercice écoulé, est plus difficile à prévoir dans le cadre des exercices à venir. On peut donc soit en faire abstraction, soit considérer qu'elle varie dans les mêmes proportions que le chiffre d'affaires.

En revanche, même sur le long terme, le résultat courant après frais financiers sur fonds propres est un concept qui demeure évidemment différent du bénéfice net. Les montants obtenus par son intermédiaire présentent un écart important avec la série cumulée des bénéfices nets, à moins que les fonds propres soient quasiment égaux à zéro.

Dans ce cas, en effet, les frais financiers théoriques sont eux-mêmes pratiquement nuls et ce résultat courant est donc égal à un bénéfice net à peine amputé par ces frais financiers insignifiants.

## 8. Dividende

A signaler que le dividende est lui-même utilisé parfois comme critère financier. Mais l'enrichissement de l'acquéreur d'une part de société ne vient pas seulement de ce dividende mais aussi de l'ensemble du résultat de cette société. Le dividende n'est donc qu'un élément de calcul partiel, sauf à considérer que, chaque année, l'ensemble du résultat net est distribué.

## 9. Marge brute d'autofinancement

Dans certains calculs, on utilise la marge brute d'autofinancement, à savoir l'addition des éléments suivants :

- Bénéfice net
- Annuité d'amortissements
- Salaires des associés dans le cas de petites sociétés
- Provisions nettes

Calculée de cette manière, la MBA n'est pas un critère satisfaisant. En effet, l'annuité d'amortissement varie selon l'importance des actifs immobilisés à acquérir pour exploiter normalement une société. Plus les investissements sont importants, plus l'annuité d'amortissement est élevée et semble accroître la MBA. À rentabilité égale et avec cette façon de calculer, une entreprise mettant en jeu de gros actifs fixes ou, autrement dit, très capitalistique, sera donc valorisée à un prix plus élevé qu'une autre, ayant la même rentabilité, mais peu capitalistique. En réalité, la MBA doit être calculée différemment. C'est la différence entre les produits et les charges hors amortissement et provisions nettes. Dans ces conditions, si les amortissements sont importants, cela impactera le bénéfice net et, globalement, la MBA sera inchangée.

En pratique, la MBA ne peut guère servir que pour des comparaisons entre entreprises exerçant des activités identiques. De ce fait, ces entreprises réalisent, les unes et les autres, des investissements d'un volume relatif proche et le rapprochement des annuités d'amortissement par l'intermédiaire de la MBA est significatif.

Dans le même ordre d'idées, il faut noter qu'en dehors de considérations purement économiques, le taux des amortissements est également fixé en fonction d'aspects fiscaux. A rentabilité réelle égale, une entreprise peut amortir plus vite qu'une autre et dégager un résultat net moindre. Là encore, l'utilisation de la MBA facilite l'analyse comparative.

Très proche de la MBA, la Capacité d'Autofinancement est un autre concept qui peut être retenu comme critère d'évaluation. Comme ces deux notions incluent le résultat exceptionnel, on retient parfois la Capacité d'Autofinancement courante qui, elle, n'en tient pas compte.

## 10. EBIT et EBITDA

Pour être plus complet sur les critères liés au résultat, on citera enfin les notions anglo-saxonnes d'EBIT et EBITDA

### *A. EBIT = Earning Before Interest and Tax*

Il s'agit en fait du résultat net avant frais financiers, éléments exceptionnels et impôt sur les sociétés.

### *B. EBITDA = Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*

Ce montant est le même que le précédent si ce n'est qu'en sont également exclus les amortissements.

## 11. Chiffre d'affaires

Enfin, dans beaucoup d'évaluations relatives au commerce de détail, aux cabinets de profession libérale, voire encore dans certaines sociétés de services (courtage

d'assurance), on utilise tout simplement le chiffre d'affaires comme élément de base des calculs d'évaluation.

Le montant retenu est le chiffre d'affaires du dernier exercice ou celui de chacune des trois dernières années. La plupart du temps, ces trois sommes sont associées sous une forme pondérée.

Par exemple, un commerce a réalisé les chiffres d'affaires suivants :

| | | | Coefficient de pondération | | Montant retenu |
|---|---|---|---|---|---|
| 1999 | 1,2 million | × | 1 | = | 1,2 |
| 2000 | 1,1 | × | 2 | = | 2,2 |
| 2001 | 1,3 | × | 3 | = | 3,9 |
| | | | 6 | | 7,3 |

La moyenne pondérée des trois années est un chiffre d'affaires annuel de :

1,22 million (soit 7,3/6)

Si le critère du chiffre d'affaires est retenu, cette pratique est liée au fait que les rentabilités des sociétés concernées sont considérées, au sein d'une même profession, comme potentiellement analogues d'un magasin ou d'un cabinet à l'autre. Aussi, raisonner sur le chiffre d'affaires revient à raisonner sur un multiple du résultat.

Au total, tous les critères décrits ci-dessus présentent une utilité. Cependant celui d'entre eux qui correspond le mieux aux buts recherchés semble être le *free cash flow* non retraité des frais et produits financiers et des dividendes.

En effet, le *free cash flow* est le seul critère représentant exactement le résultat économique effectivement disponible pour le propriétaire de la firme ou le simple actionnaire : il peut être prélevé au profit de ces détenteurs de l'entreprise, sans nuire au fonctionnement et au développement de cette dernière.

En revanche, cette transformation en argent (« cash ») n'est pas entière dans le cas du bénéfice net qui est le deuxième grand critère d'évaluation. Une partie de celui-ci doit nécessairement être conservé par la firme pour couvrir ses investissements et sa croissance. Il s'agit donc d'un résultat partiellement « captif », dont l'acquéreur potentiel ne pourra jamais disposer en totalité, dans la perspective d'une continuité de l'exploitation.

Cette préférence pour le « free cash flow » est encore plus souhaitable vis-à-vis des autres critères définis plus haut. En effet, mis à part le DAFIC (d'ailleurs proche du *free cash flow*[1]), ces critères ne représentent que des angles de vue intéressants mais particuliers sur le résultat revenant à l'actionnaire, dont ils ne rendent pas compte intégralement.

1. À la différence du *free cash flow,* le résultat exceptionnel demeure en principe inclus dans le DAFIC, ce qui peut fausser les idées sur les bénéfices habituels de l'entreprise.

## II. Déterminer les flux à venir

Pour les années futures, on utilisera donc principalement l'agrégat qui correspond au *free cash flow*, non retraité des frais et produits financiers et des dividendes. Ce critère semble également bien adapté à l'établissement de résultats économiques anticipés.

Ce *free cash flow* prévisionnel est établi à la fois à partir des données du passé et de celles issues des prévisions ou, pour les grandes firmes, des plans stratégiques.

Les montants sont fixés en devises constantes afin d'éliminer l'incidence de l'inflation.

Les prévisions, comme on l'a dit, n'ont qu'une valeur incertaine. Par ailleurs, plus la période envisagée est lointaine, plus ces facteurs d'incertitude augmentent.

Théoriquement, il faudrait tenir compte d'une durée de flux infinie, pour estimer la valeur d'une entreprise (encore que la mortalité existant chez les entreprises montre que cette éternité serait très théorique).

En tout état de cause, les flux à venir étant actualisés, leur valeur au jour de l'évaluation diminue très rapidement au fur et à mesure que l'on s'éloigne dans le temps.

## III. Évaluer la valeur par les flux

### 1. Critère du *free cash flow*

#### *A. Évaluer par le free cash flow*

On commencera par un calcul assez théorique pour illustrer la base du raisonnement.

Soit la PME SYLVA dont le *free cash flow* est estimé à 10 par an, avec une croissance de 2% en euros constants, une prime de risque de 6% et un taux d'actualisation de 2% [1]. Si l'estimation est réalisée au tout début de 2007, la valeur future de l'entreprise peut être déterminée de la manière suivante, par l'addition des *free cash flow* successifs dont bénéficiera le futur propriétaire de l'entreprise.

1. Ce taux d'actualisation ne comprend que le taux d'intérêt standard de 2%, hors toute considération relative à l'inflation, puisque les calculs sont faits en euros constants. La prime de risque est assez élevée, comme il se doit dans l'évaluation de beaucoup de PME.

Un premier calcul sera fait sur une durée de quinze ans.

| Année | Flux annuel | Calcul d'actualisation et flux actualisé | | Cumul actualisé |
|---|---|---|---|---|
| 2007 | 10,0 | | 10,0 | 10,0 |
| 2008 | 10,2 | / 1,06 / 1,02 = | 9,4 | 19,4 |
| 2009 | 10,4 | $( / 1{,}06 / 1{,}02)^2$ = | 8,9 | 28,3 |
| 2010 | 10,6 | $( / 1{,}06 / 1{,}02)^3$ = | 8,4 | 36,7 |
| 2011 | 10,8 | $( / 1{,}06 / 1{,}02)^4$ = | 7,9 | 44,7 |
| 2012 | 11,0 | " " " | 7,5 | 52,1 |
| 2013 | 11,3 | " " " | 7,0 | 59,2 |
| 2014 | 11,5 | " " " | 6,7 | 65,8 |
| 2015 | 11,7 | " " " | 6,3 | 72,1 |
| 2016 | 12,0 | " " " | 5,9 | 78,0 |
| 2017 | 12,2 | " " " | 5,6 | 83,6 |
| 2018 | 12,4 | " " " | 5,3 | 88,9 |
| 2019 | 12,7 | " " " | 5,0 | 93,8 |
| 2020 | 12,9 | " " " | 4,7 | 98,5 |
| 2021 | 13,2 | $( / 1{,}06 / 1{,}02)^{14}$ = " | 4,4 | 102,9 |

On voit qu'au bout de quinze ans, l'incidence des résultats à venir devient faible (en fonction d'une courbe asymptotique). Sur le très long terme, et sur les mêmes bases, les valeurs obtenues sont :

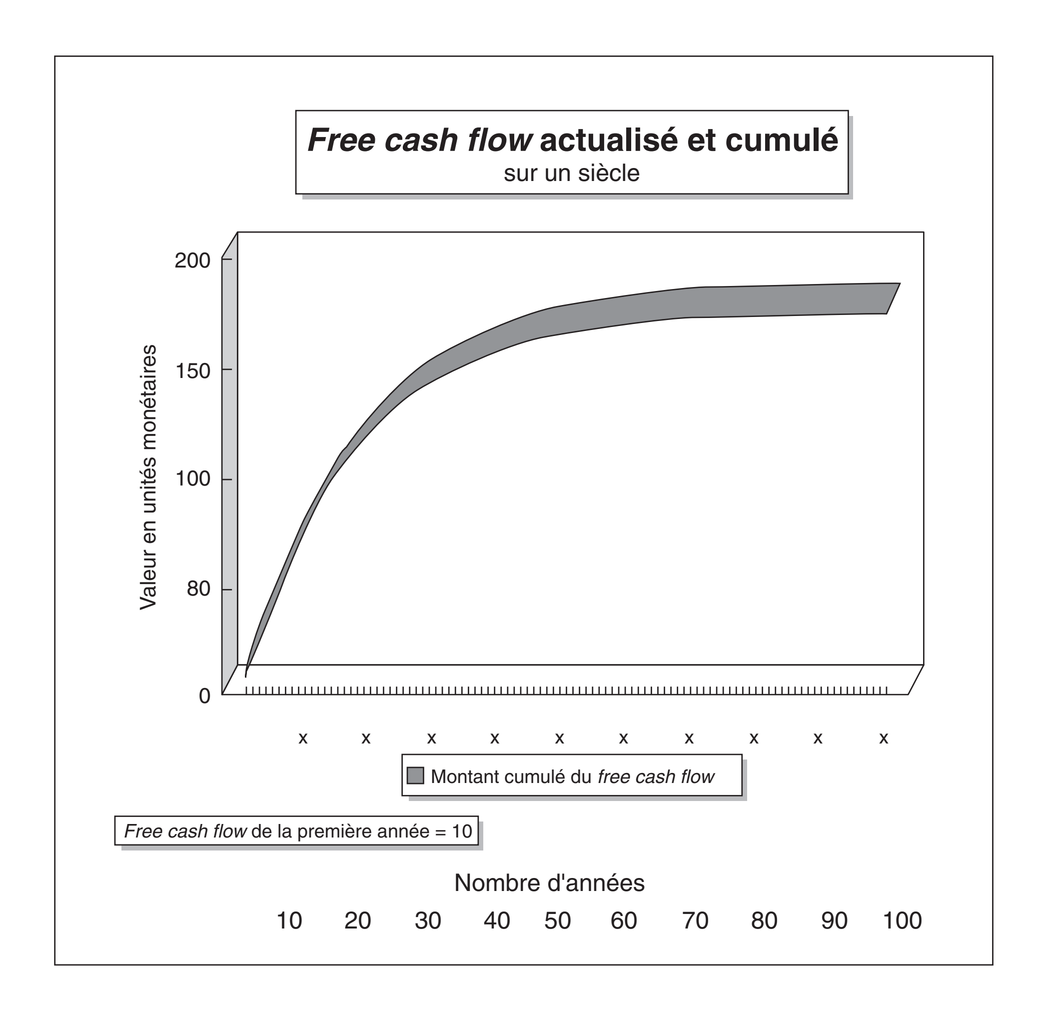
| Au bout de (nombre d'années) | Flux annuel | Calcul d'actualisation et flux actualisé | | Cumul actualisé |
|---|---|---|---|---|
| 20 | 14,6 | $( / 1{,}06 / 1{,}02)^{19}$ = " | 3,3 | 121,6 |
| 30 | 17,8 | $( / 1{,}06 / 1{,}02)^{29}$ = " | 1,8 | 145,9 |
| 50 | 27,9 | $( / 1{,}06 / 1{,}02)^{49}$ = " | 0,6 | 167,1 |
| 100 | 72,5 | $( / 1{,}06 / 1{,}02)^{99}$ = " | 0,04 | 175,9 |

La valeur actualisée des flux à venir devient donc de plus en plus insignifiante. À l'infini, la valeur actualisée des flux est égale à 176,67 (166,67 si l'on ne prend pas en compte un premier flux immédiat de 10).

Le graphique suivant illustre ce phénomène.

Comme faire des calculs à quinze ans est déjà un horizon bien lointain, il paraît préférable de calculer les flux à venir sur une période plus brève, et d'ajouter au chiffre obtenu, la valeur de revente supposée de l'entreprise au bout de la période. Cette valeur de revente est calculée :

- 1° soit sur la valeur de rendement en capitalisant le bénéfice annuel prévu au moment de la revente (cette méthode est la plus utilisée) ;
- 2° soit sur la base de la valeur patrimoniale au moment de cette revente.




Dans les deux cas, il s'agit donc de méthodes associées (association de deux valeurs de rendement dans le premier cas, méthode mixte dans le second à savoir flux + patrimoine) sur lesquelles on reviendra lorsqu'on sera parvenu à l'étude des systèmes d'évaluation combinant plusieurs méthodes.

Dans l'exemple qui précède, on a supposé que les différents paramètres étaient de valeur constante : le taux de croissance du *free cash flow* est identique au fil des années. Il en va de même du taux de la prime de risque, et des taux d'intérêt. En fait, on procède souvent à l'établissement de paramètres différents selon la période considérée. Sur un terme relativement court (de trois à cinq années maximum, laps de temps durant lequel les prévisions peuvent avoir une certaine fiabilité), on pourra procéder ainsi :

– le *free cash flow* sera déterminé en valeur absolue avec un montant spécifique à chaque année, et non plus par utilisation d'un pourcentage fixe d'évolution.

– le correctif de taux d'inflation à long terme retenu sera proche du taux d'inflation actuel, puisque l'horizon de la prévision est peu éloigné.

Pour une période plus lointaine, on conservera les paramètres de taux constants, car une prévision d'évolution fine, année par année, s'avère en général infirmée par les faits.

### B. Contrôler une évaluation avec le free cash flow

Le *free cash flow* permet de déterminer la valeur d'une entreprise. Toutefois, il est des cas où cette valeur est prédéterminée par le marché. C'est le fait notamment des évaluations des sociétés cotées, faites quotidiennement sur les places boursières, évaluations qui s'expriment dans les cours de Bourse des actions.

Dans ce cas, le *free cash flow* sert à calculer un cours théorique de l'action, ce qui permet d'examiner si le cours de Bourse du moment est justifié ou au contraire trop élevé ou trop bas.

Toutefois, là encore l'utilisation du *free cash flow* est associée à un calcul complémentaire par la valeur de revente. Elle sera donc étudiée avec les autres méthodes mixtes d'évaluation.

## 2. Critère du bénéfice net

### A. Bénéfice net et évaluation

Le seul bénéfice net est un autre critère d'évaluation.

On peut l'utiliser de la même manière que le *free cash flow*.

On peut aussi, de manière beaucoup plus fruste, associer le bénéfice net de l'exercice en cours à un multiple, déterminé lui-même en fonction des taux d'intérêt et des perspectives d'évolution.

Par exemple, si le bénéfice d'une société est de 30, et s'il n'est pas prévu, en euros courants, d'évolution à court terme sur ce bénéfice, on dira que sa valeur sur la base d'un taux d'intérêt de 6% (2% pour le taux d'intérêt proprement dit, 2% pour l'inflation courante, 2% pour l'inflation à long terme) et d'une prime de risque de 4% est de :

$$30/(6\% + 4\%) = 30/10\% = 300$$

Si l'on prévoit une croissance de 5% du bénéfice, l'estimation pourrait devenir, dans un raisonnement très simplifié :

$$30/(6\% + 4\% - 5\%) = 30/5\% = 600$$

### B. Bénéfice net et cours de Bourse

Le calcul inverse est souvent fait à la Bourse, où l'on part du cours constaté pour déterminer le rapport cours/bénéfice net par action ou *Price Earning Ratio* (PER)

Dans les cas ci-dessus, on dirait que le PER est respectivement de 10 (soit 300/30) et de 20 (600/30) pour des cours égaux à 300 ou à 600.

Les bénéfices utilisés sont ceux :

- du dernier exercice connu (année A - 1)
- de l'exercice en cours (année A)
- de l'exercice à venir (année A + 1)

Par exemple, pour un cours de 500 en juin de l'année A, les PER suivants seront calculés :

| | Bénéfice par action | | PER |
|---|---|---|---|
| Dernier exercice clôturé (31.12. A – 1) | réalisé | 20 | 25,0 |
| Exercice en cours (à clôturer au 31.12. A) | estimé | 22 | 22,7 |
| Exercice à venir (à clôturer au 31.12. A + 1) | prévu | 24 | 20,8 |

Les calculs de PER servent surtout à comparer la cherté des valeurs entre elles, dans le temps ou à l'intérieur d'un secteur économique ou encore entre places boursières différentes.

## 3. Délai de recouvrement

Le délai de recouvrement (DR) est une notion principalement boursière. Il représente le nombre d'années nécessaire pour que l'investisseur recouvre le montant qu'il a versé pour l'acquisition d'une part de société. La contrepartie de ce montant ou « recouvrement » est constitué par l'addition des résultats nets postérieurs à cette acquisition, sur une base estimée et actualisée.

Là encore, il s'agit d'un compte à rebours qui sert à évaluer la plus ou moins grande cherté d'un cours de Bourse, par comparaison avec d'autres cours relatifs à d'autres valeurs ou à d'autres époques.

Le calcul se fait de la manière suivante :

Le paramètre retenu (en général le bénéfice net mais ce pourrait être aussi le *free cash flow*) est projeté sur l'avenir et actualisé dans les conditions décrites précédemment.

Le taux d'actualisation retenu pour le DR varie en fonction des taux d'intérêt. Ceci est en lien direct avec la variation des cours de Bourse ; en effet, la hausse des taux d'intérêt fait baisser la Bourse et vice versa.

**Un exemple simplifié illustrera le calcul du DR**

Soit une action VALOR dont le cours est de 100 euros et dont le PER moyen (année A) est de 13,3.

Ce ratio de 13,3 signifie que le bénéfice par action de référence est égal à :

$$100/13,3 = 7,52 \text{ euros}$$

Si le taux de croissance du bénéfice net, en euros courants, est estimé à[1] 7% et que le taux des intérêts à long terme s'établit au moment de l'évaluation à 5,5% en euros

1. Après avoir déduit un aléa qui correspond à une prime de risque.

courants, donc, y compris inflation mais hors prime de risque, déjà décomptée au niveau de la croissance du bénéfice, le délai de recouvrement fait l'objet du décompte suivant :

| Année | Bénéfice net actualisé par action | |
|---|---|---|
| A | 7,52 | |
| A + 1 | 7,63 | soit 7,52 × (1,07/1,055) |
| A + 2 | 7,73 | " 7,52 × $(1{,}07/1{,}055)^2$ |
| A + 3 | 7,84 | etc. |
| A + 4 | 7,96 | |
| A + 5 | 8,07 | |
| A + 6 | 8,18 | |
| A + 7 | 8,30 | |
| A + 8 | 8,42 | |
| A + 9 | 8,54 | |
| A + 10 | 8,66 | |
| A + 11 | 8,78 | |
| A + 12 quote-part | 2,37 | (correspondant à 0,27 année) |
| TOTAL | 100,00 | |

Le délai de recouvrement est égal à 12,27 années.

## 4. Critère du dividende - Formules de Gordon-Shapiro

La méthode du *free cash flow* prend en compte la totalité des flux de l'entreprise. Toutefois, pour l'investisseur qui demeure extérieur à l'entreprise, (cas du petit actionnaire minoritaire qui achète des actions en Bourse), le flux le plus intéressant et le seul véritablement concret est celui du dividende. C'est en effet le seul élément monétaire qui parvient jusqu'à cet actionnaire.

D'où l'idée de limiter la valorisation des flux à celle du dividende. Ce concept a été mis en œuvre dans les formules dites de Gordon-Shapiro.

### *A. Formule simplifiée*

L'entreprise (ou plutôt, la part d'entreprise) ne vaut que par sa distribution que l'on prolonge à l'infini. La valorisation est faite en comparant avec le taux de rentabilité risquée, selon la formule suivante :

$$\text{Valeur d'entreprise} = \frac{\text{Dividende au titre de l'année A et versée en A + 1}}{\text{Taux rentabilité risquée (en monnaie courante ou constante)} - \text{Taux de croissance du dividende à l'infini (en monnaie courante ou constante)}}$$

Si l'on prend l'exemple précédent de l'action VALOR en février de l'année A, la société avait laissé envisager un dividende global de 3 EUR au titre de l'année A –1. La valeur théorique de l'action était donc :

$$\text{Action VALOR} = \frac{3\ \text{EUR}}{6\%^{1} \quad - \quad 3\%^{2}} \quad \text{EUR } 100$$

Toutefois, la détermination du dénominateur est extrêmement arbitraire. Si on fait bouger l'un des deux termes, d'un point seulement, la valorisation obtenue est complètement différente :

Ainsi, dans l'exemple précédent, la diminution du taux de rentabilité risquée ( 5% au lieu de 6%) donne :

$$\text{Action VALOR} = \frac{3\ \text{EUR}}{5\% \quad - \quad 3\%} \quad \text{EUR } 150$$

Le prix de l'action VALOR se trouve majoré de 50% !

Cette formule donne donc naissance à des résultats arbitraires. Elle semble surtout utile pour le vendeur ou l'acquéreur qui veut démontrer le bien-fondé d'une proposition de prix... par tous moyens, y compris celui d'une formule dont les paramètres sont faciles à modeler.

### *B. Formule développée*

Une approche un peu plus fine consiste à diviser l'avenir en deux périodes (comme on l'a déjà vu à propos de l'exemple de la société R) :

- une période de quelques années durant laquelle des estimations précises de dividendes sont établies ;
- la période ultérieure où l'on procède à une extrapolation des données précédentes.

---

1. Le taux de 6% représente :

| | |
|---|---|
| Taux d'intérêt | 2% |
| Prime de risque | 4% |
| Taux de rentabilité risquée | 6% |

2. Le taux de 3% correspond à la croissance estimée de VALOR à l'avenir.

1. et 2. – ***Remarque*** : le calcul est fait en monnaie constante. Un coefficient d'inflation n'est donc pas à prendre en compte.

La formule devient, par exemple :

$$\text{Valeur d'entreprise} = \frac{\text{Divid. année A versé en A + 1}}{(1 + \text{Taux rentabil. risquée})} + \frac{\text{Divid. année A versé en A + 2}}{(1 + \text{Taux rentabil. risquée})} + \frac{\text{Divid. année A versé en A + 3}}{(1 + \text{Taux rentabil. risquée})} + \frac{\text{Divid. année A + 3 versé en A + 4 valorisé sur taux de croissance du dividende à l'infini}}{(1 + \text{Taux rentabil. risquée})} + \frac{\text{...... ETC. ...... ETC.}}{\text{...... ETC.}}$$

Il est possible de prendre un taux de rentabilité risquée différent pour chaque période.

En reprenant l'exemple de VALOR, on aboutirait à :

| | Première période | | | Deuxième période | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Dividende | 3 | 3,2 | 3,5 | 3,61 | 3,71 | 3,82 | > Etc. |
| (1 + taux risqué) : | 1,05 | $1,05^2$ | $1,05^3$ | $1,06^4$ | $1,06^5$ | $1,06^6$ | > Etc. |

Soit une valeur de l'action de : 17.1 EUR

## 5. Modèle de Bates

Le modèle de Bates prend en compte un plus grand nombre de paramètres que la formule de Gordon-Shapiro.

Il tend à donner une évaluation de l'entreprise liée d'une part à celle du marché boursier, et d'autre part à celle du secteur économique auquel appartient l'entreprise.

1° Les paramètres retenus sont :

- le Price Earning sectoriel à l'instant de l'évaluation,
- le taux de distribution (dividende/bénéfice net),
- le taux de rendement demandé sur le marché au titre des actions.

2° Les prévisions sont décomposées en deux périodes :

- une première période de quelques années durant laquelle les prévisions sont établies année par année, en fonction des données de l'entreprise ;
- une deuxième période pendant laquelle l'évolution de l'entreprise est censée refléter celle du secteur professionnel auquel elle appartient.

3° La valeur de la société est égale aux flux qu'elle générera dans le futur, ces flux étant composés :

- du produit de cession de l'action en fin de période ;

Ce produit de cession est égal au bénéfice par action estimé de l'année de sortie multiplié par le *Price Earning Ratio* de cette même année. Pour simplifier, on utilise le PER actuel.

– des dividendes encaissés jusqu'à la cession.

En schématisant à l'extrême les formulations mathématiques, on prendra l'exemple d'une entreprise (appelée DOMER) dont le résultat net par action est de 10, avec un taux de distribution égal à 40% (soit un dividende de 4) et une évolution des données prévue pour les prochaines années ainsi qu'il suit :

1° Paramètres retenus

| | |
|---|---|
| – *Price Earning* du secteur | 12,5 |
| – Taux moyen de distribution du secteur | 33,33% |
| soit un taux de rendement demandé sur le marché des actions du secteur de | 2,7% soit (1/12,5 × 33,33%) |
| – Taux de rendement demandé sur le marché des actions | 2,4% soit (1/15 × 36%) |
| correspondant à un PER de | 15 |
| avec un taux de distribution de | 36% |

2° Prévisions décomposées

Première période : éléments propres à la société DOMER

| Année | Bénéfice par action | Dividende au titre de l'année |
|---|---|---|
| A (en cours) | 10 | 4 |
| A + 1 | 10,5 | 4,2 |
| A + 2 | 11 | 4,4 |

Deuxième période : éléments propres au secteur professionnel auquel appartient DOMER

| | |
|---|---|
| Années A + 3 à A + 5 ou une période plus éloignée | |
| Croissance des résultats du secteur durant la deuxième période | 4% |

À partir de ces éléments, le calcul s'effectue de la manière suivante :

Comme on l'a vu, la valeur de l'action est égale au montant additionné et actualisé des dividendes, majoré de la valeur de sortie.

Le taux d'actualisation à retenir est fonction des données du marché financier.

Un PER de 15 signifie que le marché demande un rendement moyen des capitaux investis en actions égal à :

| | | |
|---|---|---|
| 1/15 = 6,67% à savoir | un taux d'intérêt de | 2,00% |
| | une prime de risque et une couverture d'inflation représentant au total | 4,67% |
| | | 6,67% |

Le PER de 12,5 relatif au secteur auquel appartient la société DOMER signifie une prime de risque plus élevée :

| | | |
|---|---|---|
| 1/12,5 = 8,00% à savoir | un taux d'intérêt de | 2,00% |
| | une prime de risque et une couverture d'inflation représentant au total | 6,00% |
| | | 8,00% |

Sur cette base, le prix de l'action de la société s'établirait ainsi :

**Valeur à la fin de la première période**

$$\text{Valeur actuelle} \quad \frac{\text{Dividende A}}{1 + \text{taux}} + \frac{\text{Divid. A +1}}{(1 + \text{taux})^2} + \frac{\text{Divid. A + 2}}{(1 + \text{taux})^3} + \frac{\text{Val. de sortie}}{(1 + \text{taux})^3}$$

$$\text{Valeur actuelle} \quad \frac{4}{1{,}080} + \frac{4{,}2}{1{,}166} + \frac{4{,}4}{1{,}260} + \frac{137{,}5^{1}}{1{,}260}$$

soit : **119,9**

**Valeur à la fin de la deuxième période**

Les calculs actuariels, effectués sur la base des données constantes indiquées précédemment et selon les mêmes méthodes, donnent des montants relativement proches les uns des autres, quelle que soit la période de sortie :

1. Le montant de la valeur de sortie est calculé ainsi :
Bénéfice net par action PER du secteur
A + 2
137,5 = 11

× 12,5

| | |
|---|---|
| Valeur de sortie Année + 5 | 105,3 |
| Valeur actualisée des dividendes | 18,8 |
| Valeur actuelle de l'action | **124,1** |
| Valeur de sortie Année + 10 | 87,2 |
| Valeur actualisée des dividendes | 37,2 |
| Valeur actuelle de l'action | **124,4** |
| Valeur de sortie Année + 20 | 57,5 |
| Valeur actualisée des dividendes | 59,1 |
| Valeur actuelle de l'action | **116,6** |

Bien entendu, ce calcul n'est qu'un exemple. Des taux d'actualisation très différents, du fait d'un choix autre en matière de prime de risque, pourraient modifier profondément l'évaluation obtenue.

Au total, la méthode de Bates n'est guère utilisable que pour des entreprises cotées en Bourse. Elle s'applique en fait à un investisseur financier extérieur, que les flux internes à l'entreprise ne concernent guère, durant la période où il détient une part de cette entreprise. Seuls, l'intéressent vraiment les retours directs de ces flux, extériorisés vers le porteur de parts, à savoir les dividendes. Toutefois, il ne faut pas oublier que les distributions sont fonction des résultats.

## 6. Autre méthode associant les valeurs de rendement

En raisonnant de manière plus large, on utilise beaucoup un calcul voisin du précédent avec les paramètres suivants :

- Capitalisation actualisée du *free cash flow* durant une période donnée (au lieu du dividende retenu dans la formule précédente) ;
- Capitalisation actualisée de la valeur de revente sur la base d'un PER.

La valeur de la société est égale aux flux qu'elle génère dans le futur, ces flux étant composés :

- des *free cash flow* réalisés jusqu'à la cession, additionnés et actualisés ;
- du produit de la vente en fin de période ; ce produit de cession est égal au bénéfice estimé de l'entreprise lors de l'année de sortie multiplié par le *Price Earning Ratio* prévisionnel à cette même période de sortie, actualisé.

Notons que *free cash flow* et bénéfice net sont souvent, dans la pratique, quelque peu interchangeables en tant que paramètres de base de la valorisation. Toutefois les multiples utilisés pour le *free cash flow* sont, en principe, moins élevés que pour le bénéfice net. En effet, comme on l'a vu, le *free cash flow* est amputé, notamment, du besoin en fonds de roulement nécessaire à la croissance annuelle de l'activité.

Dans cette démarche, on considère que l'acquéreur n'achète l'entreprise que pour une période donnée, dans tous les cas de figure. En effet, qu'il soit petit ou gros ac-

tionnaire ou même propriétaire exclusif, tôt ou tard, il sera généralement amené à la céder ou à la transmettre.

L'entreprise vaut donc les flux ou *free cash flow* gagnés durant un certain nombre d'années, majorés de la valeur de revente postérieure, basée sur le PER et actualisée.

On distingue, là aussi, deux périodes pour les modalités de calcul du *free cash flow*. La formule se présente donc ainsi, dans le cadre d'un calcul fondé sur un *free cash flow* à recevoir durant 8 années :

$$\text{Valeur d'entreprise} = \frac{\text{FCF au titre de l'année A}}{\text{(1 + Taux rentabil. risquée)}} + \frac{\text{FCF au titre de l'année A + 1}}{\text{(1 + Taux rentabil. risquée)}} + \frac{\text{FCF au titre de l'année A + 2}}{\text{(1 + Taux rentabil. risquée)}} + \frac{\text{FCF année A + 3 à A + 8 valorisé sur taux de croissance du FCF sur 5 ans}}{\text{(1 + Taux rentabil. risquée)}} + \text{Valeur de revente Capitalisation du bénéfice net}$$

Il est possible de prendre un taux de rentabilité risquée différent pour chaque période.

En schématisant à nouveau les formulations mathématiques, on reprendra l'exemple de l'entreprise DOMER dont le résultat net par action est de 10 avec une évolution des données prévue pour les prochaines années ainsi qu'il suit :

1° Paramètres retenus

| | |
|---|---|
| – *Price Earning* du secteur | 12,5 |
| – *Free cash flow* rapporté au bénéfice net | 83,33% |

2° Prévisions décomposées

Première période : variations de la société DOMER calculées année par année, en valeur absolue

| Année | Bénéfice par action | *Free cas flow* au titre de l'année |
|---|---|---|
| A (en cours) | 10 | 8,33 |
| A + 1 | 10,5 | 8,75 |
| A + 2 | 11 | 9,17 |

Deuxième période : variations de la société DOMER calculées en pourcentage

| | |
|---|---|
| Années A + 3 à A + 5 ou une période plus éloignée | |
| Croissance des résultats du secteur durant la deuxième période | 4% |

À partir de ces éléments, le calcul s'effectue de la manière suivante :

Comme on l'a vu, la valeur de l'action est égale au montant additionné et actualisé des *free cash flow*, majorée de la valeur de sortie.

Le taux d'actualisation à retenir est fonction des données du marché financier.

Le PER de 12,5 relatif au secteur auquel appartient la société DOMER représente la rentabilité suivante exigée par le marché :

| | | |
|---|---|---|
| 1/12,5 = 8,00% à savoir | un taux d'intérêt de | 2,00% |
| | une prime de risque et une couverture d'inflation représentant au total | 6,00% |
| | | 8,00% |

Sur cette base, le prix de l'action de la société s'établirait ainsi :

**Valeur à la fin de la première période**

$$\text{Valeur actuelle} \quad \frac{\text{FCF}}{1 + \text{taux}} + \frac{\text{FCF A +1}}{(1 + \text{taux})^2} + \frac{\text{FCF A + 2}}{(1 + \text{taux})^3} + \frac{\text{Val. de sortie}}{(1 + \text{taux})^3}$$

$$\text{Valeur actuelle} \quad \frac{8{,}33}{1{,}080} + \frac{8{,}75}{1{,}166} + \frac{9{,}17}{1{,}260} + \frac{137{,}5^{1}}{1{,}260}$$

soit : **131,6**

1. Le montant de la valeur de sortie est calculé ainsi :

| | Bénéfice net par action A + 2 | | PER du secteur |
|---|---|---|---|
| 137,5 = | 11 | × | 12,5 |

### Valeur à la fin de la deuxième période

Les calculs actuariels, effectués sur la base des données constantes indiquées ci-dessus et selon les mêmes méthodes, donnent des montants relativement peu éloignés les uns des autres, quelle que soit la période de sortie :

| | |
|---|---|
| Valeur de sortie Année + 5 | 105,3 |
| Valeur actualisée des *free cash flow* | 39,1 |
| Valeur actuelle de l'action | **144,4** |
| Valeur de sortie Année + 10 | 87,2 |
| Valeur actualisée des *free cash flow* | 77,5 |
| Valeur actuelle de l'action | **164,7** |
| Valeur de sortie Année + 20 | 57,5 |
| Valeur actualisée des *free cash flow* | 123,2 |
| Valeur actuelle de l'action | **180,7** |

Bien entendu, ce calcul n'est qu'un exemple. Des taux d'actualisation très différents, du fait d'un choix autre en matière de prime de risque, pourraient modifier profondément l'évaluation obtenue.

Ainsi, calculée selon cette méthode, l'entreprise vaut plus cher qu'avec l'application de la formule de Gordon-Shapiro. Cette différence est tout à fait logique. Un investisseur, qui est partie prenante en interne d'une entreprise, bénéficie, du fait de son influence, d'avantages plus importants que le petit actionnaire individuel.

Par ailleurs, plus la durée envisagée de la détention est longue, plus la valeur estimée de l'entreprise augmente. Ce phénomène, plus discutable, est cependant en ligne avec une logique patrimoniale.

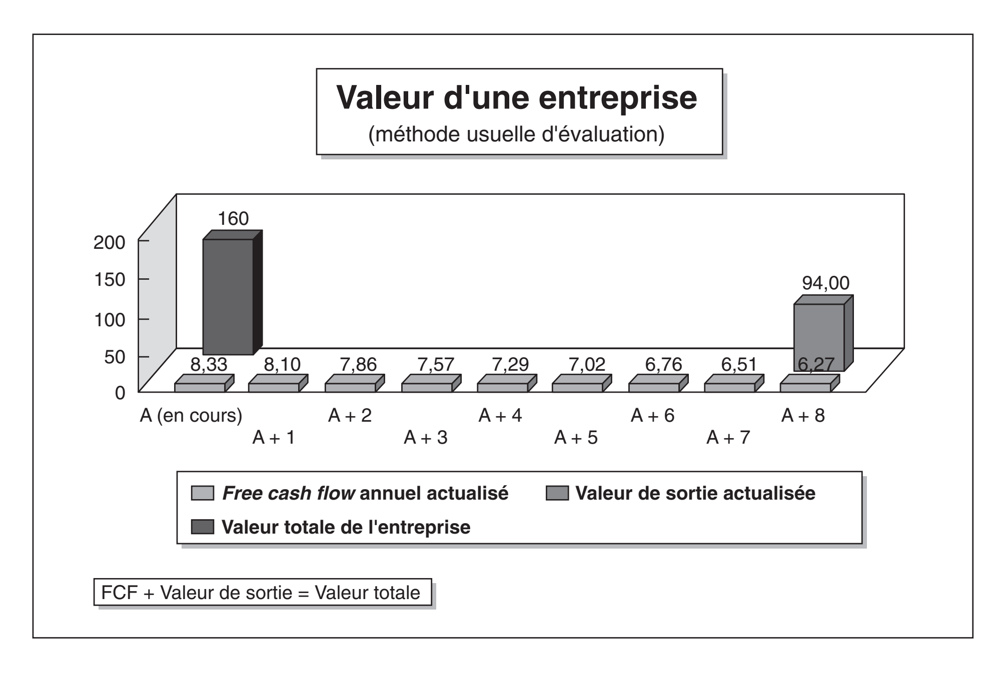
A noter cependant que le *free cash flow* peut être plus volatil que le dividende. Dans le cas d'un exercice très favorable, une société peut réduire son taux de distribution et augmenter son dividende moins fortement que son bénéfice net, afin de ne pas décevoir l'année suivante. L'inverse est également vrai. Après une année médiocre, une société maintient souvent son dividende et augmente ainsi son taux de distribution. Ce dernier cas de figure est notamment celui de sociétés cotées en Bourse qui ne veulent pas effrayer le marché financier ou encore de sociétés à caractère familial qui veulent assurer à leurs actionnaires un revenu stable.

Les calculs effectués à partir du *free cash flow* justifieraient donc une prime de risque légèrement plus élevée que celle appliquée pour les dividendes. L'écart entre les résultats obtenus par l'une et l'autre méthode, serait donc réduit.

On présentera ci-après le graphique représentatif de la valeur de l'entreprise.

Calcul de la valeur de l'entreprise

| Année | *Free cash flow* actualisé | Cumul du FCF | |
|---|---|---|---|
| A (en cours) | 8,33 | 8,33 | |
| A + 1 | 8,10 | 16,44 | |
| A + 2 | 7,86 | 24,29 | |
| A + 3 | 7,57 | 31,86 | |
| A + 4 | 7,29 | 39,15 | |
| A + 5 | 7,02 | 46,17 | |
| A + 6 | 6,76 | 52,92 | |
| A + 7 | 6,51 | 59,43 | |
| A + 8 | 6,27 | **65,70** | |
| | | Valeur de sortie | PER (rappel) |
| Bénéfice net de l'année A + 8 actualisé | 7,5197 | **94,00** | 12,5 |
| Valeur de l'entreprise | | **160** | |




La méthode du *free cash flow* actualisée (*discounted free cash flow)* associée à la valeur de revente basée sur un multiple de résultat est aujourd'hui la plus utilisée, tout au moins pour les entreprises importantes. Le raisonnement qui l'inspire est bien celui de l'investisseur. La valorisation obtenue semble à l'abri de tout enchaî-

nement de formules ou d'idées arbitraires. Cette méthode a certes un aspect financier un peu spéculatif puisque la revente est envisagée dès l'acquisition. Toutefois, pour revenir à un point de vue plus patrimonial et économique, on peut remédier à cet inconvénient en allongeant la durée des prévisions et celle de la détention envisagée.

Le point faible de ce raisonnement reste évidemment la fiabilité toujours très discutable des données prévisionnelles introduites dans les calculs.

## 7. Création de valeur actionnariale

Sans qu'il s'agisse véritablement, dans une première approche, d'une méthode d'évaluation, il convient de signaler le concept de valeur actionnariale qui sert à mesurer la gestion des sociétés, par l'examen de la création de richesse qu'elles génèrent.

Au titre d'une période longue et même parfois depuis l'origine de la société, les flux produits sont mis en regard des capitaux investis par le ou les actionnaires. Ces apports de capitaux sont traduits en monnaie constante.

Ce calcul permet de voir si l'entreprise génère ou pas de la richesse.

Sous un angle boursier, des tableaux, concernant les grandes sociétés cotées, sont publiés dans les journaux financiers. Sont ainsi indiqués :

- le cours existant à une certaine année (par exemple 2000),
- les dividendes reçus depuis l'année en cause (en l'occurrence 2000).

L'addition de ces deux montants (après retraitement éventuel, en cas d'augmentation de capital) sera comparée au cours du jour. L'écart entre le cours du jour et le total précédent représentera l'enrichissement ou l'appauvrissement apporté par l'entreprise à ses actionnaires.

Ce mode de calcul peut être mis en œuvre utilement pour n'importe quelle société, en raisonnant non plus en termes boursiers, mais en comparant les apports réévalués des actionnaires (flux d'entrée) et les résultats de l'entreprise distribués ou pas (flux créés).

## 8. Critère du chiffre d'affaires

Il a été signalé précédemment que le chiffre d'affaires peut être utilisé comme base du calcul d'évaluation pour certains fonds de commerce ou pour la cession de cabinets libéraux. Il s'agit en effet d'un paramètre en principe peu compliqué à mettre en œuvre. Par ailleurs, la détermination du résultat des micro-entreprises est souvent incertaine, du fait de l'enchevêtrement de l'activité avec la vie privée de l'entrepreneur.

La valeur du fonds est donc considérée comme égale à un certain pourcentage du chiffre d'affaires.

Les coefficients pratiqués de façon usuelle sont indiqués ci-après en annexe. Signalons que la valorisation des stocks doit être faite à part et n'est pas comprise dans le chiffre obtenu par l'application des pourcentages qui suivent.

On précisera que plus le chiffre d'affaires est important, moins le coefficient de valorisation utilisé est élevé.

Deux éléments ont été mis en valeur dans les tableaux figurant en annexe :

1° Les commerces ont été regroupés par tranche de pourcentage minimum de chiffre d'affaires utilisé pour fixer le prix d'un fonds de commerce.
2° Pour chacune de ces tranches, on a fait figurer le rapport entre les coefficients de valorisation le plus bas et le plus élevé.

L'étude détaillée de cette annexe montre le caractère incertain de la valorisation par le chiffre d'affaires.

**ANNEXE**

**Valeur d'un fonds de commerce en % du chiffre d'affaires TTC**
(valorisation non officielle mais souvent retenue devant les tribunaux et qui exclut le stock de marchandises)

| Classe[1] valeur minimale (en % CA) | Nature du commerce | Fourchette de valeur (en % de chiffre d'affaires TTC) [2] | | Rapport entre les coef. min & max[3] |
|---|---|---|---|---|
| | | min | max | |
| 5 % | Imprimeries | 5 % | 40 % | 8,0 |
| 5 % | Instruments de musique (vente) | 5 % | 40 % | 8,0 |
| 5 % | Informatique – conception de logiciel | 5 % | 50 % | 10,0 |
| 10 % | Carburants et lubrifiants | 10 % | 20 % | 2,0 |
| 10 % | Maçonnerie couverture | 10 % | 25 % | 2,5 |
| 10 % | Electricité générale | 10 % | 30 % | 3,0 |
| 10 % | Informatique – bureautique | 10 % | 30 % | 3,0 |
| 10 % | Supérette alimentaire | 10 % | 30 % | 3,0 |
| 10 % | Concession – vente de voitures | 10 % | 35 % | 3,5 |
| 10 % | Carrelages | 10 % | 40 % | 4,0 |
| 10 % | Import-export | 10 % | 40 % | 4,0 |
| 10 % | Luminaires | 10 % | 40 % | 4,0 |

1. à 3. Voir notes explicatives p. 162.

| Classe[1] valeur minimale (en % CA) | Nature du commerce | Fourchette de valeur (en % de chiffre d'affaires TTC) [2] | | Rapport entre les coef. min & max[3] |
|---|---|---|---|---|
| | | min | max | |
| 10 % | Plomberie chauffage sanitaire | 10 % | 40 % | 4,0 |
| 10 % | Supermarchés | 10 % | 40 % | 4,0 |
| 10 % | Bazars | 10 % | 50 % | 5,0 |
| 10 % | Reprographie tirage de plans | 10 % | 50 % | 5,0 |
| 10 % | Télématique | 10 % | 50 % | 5,0 |
| 10 % | Appareillage électrique (Hi-Fi, TV, Vidéo…) | 10 % | 60 % | 6,0 |
| 10 % | Jardineries paysagistes | 10 % | 60 % | 6,0 |
| 10 % | Tissus | 10 % | 110 % | 11,0 |
| 15 % | Bureautique, informatique | 15 % | 30 % | 2,0 |
| 15 % | Cheminées (vente et installation) | 15 % | 30 % | 2,0 |
| 15 % | Accessoires auto | 15 % | 35 % | 2,3 |
| 15 % | Surgelés (vente de) | 15 % | 35 % | 2,3 |
| 15 % | Appareils médicaux | 15 % | 40 % | 2,7 |
| 15 % | Cuisines | 15 % | 40 % | 2,7 |
| 15 % | Cycles et motos (détail) | 15 % | 40 % | 2,7 |
| 15 % | Informatique - conseil | 15 % | 55 % | 3,7 |
| 15 % | Disquaire | 15 % | 60 % | 4,0 |
| 15 % | Menuiserie, ébénisterie | 15 % | 60 % | 4,0 |
| 15 % | Fruits et légumes | 15 % | 70 % | 4,7 |
| 20 % | Réparation de cycles - motocycles | 20 % | 40 % | 2,0 |
| 20 % | Diététique, produits naturels | 20 % | 50 % | 2,5 |
| 20 % | Droguerie, couleurs, ménage, papiers peints | 20 % | 50 % | 2,5 |
| 20 % | Serrurerie électricité | 20 % | 50 % | 2,5 |
| 20 % | Bois, charbon et fuel | 20 % | 60 % | 3,0 |

…

| Classe[1] valeur minimale (en % CA) | Nature du commerce | Fourchette de valeur (en % de chiffre d'affaires TTC) [2] | | Rapport entre les coef. min & max[3] |
|---|---|---|---|---|
| | | min | max | |
| 20 % | Bricolage | 20 % | 60 % | 3,0 |
| 20 % | Caves à vins | 20 % | 60 % | 3,0 |
| 20 % | Jeux jouets | 20 % | 60 % | 3,0 |
| 20 % | Quincaillerie | 20 % | 60 % | 3,0 |
| 20 % | Épicerie (alimentation générale) | 22 % | 67 % | 3,0 |
| 20 % | Agences de publicité | 20 % | 65 % | 3,3 |
| 20 % | Meubles (vente de) | 20 % | 80 % | 4,0 |
| 20 % | Tapisserie d'ameublement décoration | 20 % | 80 % | 4,0 |
| 20 % | Peinture papiers peints | 20 % | 85 % | 4,3 |
| 25 % | Cuir, fourrures | 25 % | 50 % | 2,0 |
| 25 % | Boucheries rôtisseries | 25 % | 60 % | 2,4 |
| 25 % | Fromageries (spécialités) | 25 % | 60 % | 2,4 |
| 25 % | Journaux et périodiques | 25 % | 60 % | 2,4 |
| 25 % | Alimentation générale | 27 % | 64 % | 2,4 |
| 25 % | Librairie édition | 25 % | 70 % | 2,8 |
| 25 % | Protection sécurité alarme | 25 % | 75 % | 3,0 |
| 25 % | Nettoyage gardiennage | 25 % | 90 % | 3,6 |
| 25 % | Crémeries | 27 % | 102 % | 3,8 |
| 25 % | Agences de voyages et spectacles | 25 % | 100 % | 4,0 |
| 30 % | Ameublement | 30 % | 50 % | 1,7 |
| 30 % | Clinique | 30 % | 50 % | 1,7 |
| 30 % | Garage (atelier ou station-service) | 30 % | 50 % | 1,7 |
| 30 % | Poissonneries | 30 % | 50 % | 1,7 |
| 30 % | Auto-écoles | 30 % | 55 % | 1,8 |

| Classe[1] valeur minimale (en % CA) | Nature du commerce | Fourchette de valeur (en % de chiffre d'affaires TTC)[2] | | Rapport entre les coef. min & max[3] |
|---|---|---|---|---|
| | | min | max | |
| 30 % | Articles de bureau | 30 % | 60 % | 2,0 |
| 30 % | Articles de sport | 30 % | 60 % | 2,0 |
| 30 % | Confection pour enfants | 30 % | 60 % | 2,0 |
| 30 % | Electricité automobile | 30 % | 60 % | 2,0 |
| 30 % | Fleuristes (libre-service) | 30 % | 60 % | 2,0 |
| 30 % | Location véhicules automobiles | 30 % | 60 % | 2,0 |
| 30 % | Bijouteries horlogeries | 30 % | 70 % | 2,3 |
| 30 % | Cadeaux, souvenirs, gadgets | 30 % | 70 % | 2,3 |
| 30 % | Orfèvrerie cristallerie | 30 % | 70 % | 2,3 |
| 30 % | Plats cuisinés traiteur | 30 % | 80 % | 2,7 |
| 30 % | Charcuterie | 30 % | 90 % | 3,0 |
| 30 % | Herboristerie | 30 % | 90 % | 3,0 |
| 30 % | Torréfaction café | 30 % | 90 % | 3,0 |
| 30 % | Vidéoclubs | 30 % | 100 % | 3,3 |
| 30 % | Librairie papeterie | 30 % | 130 % | 4,3 |
| 35 % | Planches à voile (vente) | 35 % | | 0,0 |
| 35 % | Articles de pêche | 35 % | 50 % | 1,4 |
| 35 % | Armuriers | 35 % | 55 % | 1,6 |
| 35 % | Prêt-à-porter | 35 % | 90 % | 2,6 |
| 35 % | Laboratoires d'analyse médicale | 35 % | 100 % | 2,9 |
| 35 % | Marbrerie et articles funéraires | 35 % | 120 % | 3,4 |
| 40 % | Encadreurs | 40 % | | 0,0 |
| 40 % | Agences matrimoniales | 40 % | 60 % | 1,5 |
| 40 % | Blanchisseries | 40 % | 80 % | 2,0 |

…

| Classe[1] valeur minimale (en % CA) | Nature du commerce | Fourchette de valeur (en % de chiffre d'affaires TTC) [2] | | Rapport entre les coef. min & max[3] |
|---|---|---|---|---|
| | | min | max | |
| 40 % | Bonneterie lingerie | 40 % | 80 % | 2,0 |
| 40 % | Laboratoire de prothèses dentaires | 40 % | 80 % | 2,0 |
| 40 % | Lingerie bonneterie | 40 % | 80 % | 2,0 |
| 40 % | Chaussures (détail) | 40 % | 90 % | 2,3 |
| 40 % | Antiquaires et brocanteurs | 40 % | 100 % | 2,5 |
| 40 % | Serrurerie talon minute | 40 % | 100 % | 2,5 |
| 40 % | Chemiseries | 40 % | 110 % | 2,8 |
| 40 % | Restauration rapide | 40 % | 110 % | 2,8 |
| 40 % | Photo | 40 % | 115 % | 2,9 |
| 40 % | Bijouterie fantaisie | 40 % | 120 % | 3,0 |
| 40 % | Bars à vins | 44 % | 133 % | 3,0 |
| 40 % | Épiceries fines | 44 % | 178 % | 4,0 |
| 40 % | Vins et spiritueux liquoristes | 44 % | 178 % | 4,0 |
| 45 % | Articles de la table | 45 % | 75 % | 1,7 |
| 45 % | Faïence, porcelaine, cristaux, verrerie | 45 % | 75 % | 1,7 |
| 45 % | Fleuristes (traditionnels) | 45 % | 90 % | 2,0 |
| 45 % | Parfumerie esthétique | 45 % | 95 % | 2,1 |
| 45 % | Papeterie | 45 % | 100 % | 2,2 |
| 45 % | Pizzeria | 45 % | 120 % | 2,7 |
| 50 % | Soins de beauté | 50 % | 80 % | 1,6 |
| 50 % | Animaleries | 50 % | 90 % | 1,8 |
| 50 % | Toilettage canin | 50 % | 90 % | 1,8 |
| 50 % | Transport routier | 50 % | 90 % | 1,8 |
| 50 % | Croissanterie, briocherie | 50 % | 110 % | 2,2 |

| Classe[1] valeur minimale (en % CA) | Nature du commerce | Fourchette de valeur (en % de chiffre d'affaires TTC) [2] | | Rapport entre les coef. min & max[3] |
|---|---|---|---|---|
| | | min | max | |
| 50 % | Pâtisseries | 50 % | 110 % | 2,2 |
| 50 % | Boulangeries | 50 % | 120 % | 2,4 |
| 50 % | Coiffeurs | 50% | 120% | 2,4 |
| 50 % | Grains | 50 % | 120 % | 2,4 |
| 50 % | Optique | 50 % | 120 % | 2,4 |
| 50 % | Galeries d'art | 50 % | 200 % | 4,0 |
| 50 % | Hôtels de tourisme | 55 % | 219 % | 4,0 |
| 50 % | Administrateurs de biens (gérance pure) | 50 % | 220 % | 4,4 |
| 55 % | Ambulance | 55 % | 85 % | 1,5 |
| 55 % | Salons de thé | 55 % | 165 % | 3,0 |
| 60 % | Centres de remise en forme (body-building) | 60 % | 110 % | 1,8 |
| 60 % | Crêperies | 60 % | 110 % | 1,8 |
| 60 % | Cordonneries | 60 % | 130 % | 2,2 |
| 60 % | Prêt-à-porter de luxe | 60 % | 170 % | 2,8 |
| 60 % | Restaurants | 60 % | 190 % | 3,2 |
| 60 % | Maroquinerie | 60 % | 200 % | 3,3 |
| 65 % | Esthétique, produits de beauté CA >2M | 65 % | 75 % | 1,2 |
| 65 % | Brocante | 65 % | 80 % | 1,2 |
| 65 % | Hôtels meublés | 68 % | 247 % | 3,6 |
| 70 % | Fast-food | 70 % | 100 % | 1,4 |
| 70 % | Pharmacies | 70 % | 110 % | 1,6 |
| 70 % | Pressing - teinturerie | 70 % | 130 % | 1,9 |
| 70 % | Courtier d'assurance | 70 % | 180 % | 2,6 |
| 75 % | Cinémas | 77 % | 192 % | 2,5 |

| Classe[1] valeur minimale (en % CA) | Nature du commerce | Fourchette de valeur (en % de chiffre d'affaires TTC) [2] | | Rapport entre les coef. min & max[3] |
|---|---|---|---|---|
| | | min | max | |
| 80 % | Confiseries | 80 % | 110 % | 1,4 |
| 80 % | Laverie automatique | 80 % | 130 % | 1,6 |
| 90 % | Maison de retraite | 90 % | 110 % | 1,2 |
| 90 % | Esthétique - Produits de beauté CA< 2M | 90 % | 120 % | 1,3 |
| 100 % | Avocats | 100 % | 100 % | 1,0 |
| 120 % | Cabarets artistiques | 120 % | 150 % | 1,3 |
| 120 % | Établissements d'enseignement | 120 % | 200 % | 1,7 |
| 130 % | Café | 133 % | 444 % | 3,3 |
| 200 % | Café, tabac, branche tabac | 200 % | 400 % | 2,0 |

*Source* : données de base en provenance du Francis Lefebvre fiscal.

1. Classe valeur minimale : les fonds de commerce ont été classés en fonction du coefficient de valorisation applicable au chiffre d'affaires pour fixer le prix de l'entreprise. C'est le coefficient le moins élevé qui sert à rattacher l'activité à une tranche. Par exemple, les carrelages ont été classés dans la tranche de coefficients qui va de 10 % à 40 %, parce que le coefficient minimal retenu pour cette activité est de 10 % (donc compris entre 10 % et 40 %).
2. Fourchette de valeur : il s'agit de la fourchette de coefficients utilisés pour la valorisation dans le cadre de l'activité concernée. Par exemple, toujours pour les carrelages, les coefficients vont de 10 % à 40 %. Autrement dit, un tel commerce, qui fait 400 000 euros de chiffre d'affaires, est valorisé entre 40 et 160 000 euros (400 000 × 0,10 à 0,40).
3. Rapport entre les coefficients maximaux et minimaux : il s'agit du rapport arithmétique entre le coefficient le plus élevé et celui qui est le plus bas, figurant dans la colonne 3. En l'occurrence pour le carrelage : 40%/10% = 4,0.

On voit que le pourcentage de chiffre d'affaires à retenir pour l'évaluation tend à augmenter, de façon générale, avec la sophistication des professions ou lorsqu'il existe un « numerus clausus » (cas des cafés-tabac). Ce phénomène est bien entendu lié au bénéfice sous-jacent.

Par ailleurs, pour chaque tranche de coefficient, l'écart entre les pourcentages minimum et maximum de valorisation montre que l'évaluation par le chiffre d'affaires est bien incertaine. En effet, dans beaucoup de cas, notamment pour les entreprises ayant une faible valeur vis-à-vis de leur chiffre d'affaires, cet écart entre les chiffres d'affaires les mieux valorisés et ceux qui sont les plus mal payés est du simple au double. Là encore le facteur réel qui préside à cette situation est l'importance de la capacité bénéficiaire, laquelle reste donc déterminante.

# IV. EXEMPLE CHIFFRÉ

Les différentes méthodes d'évaluation décrites précédemment donnent des résultats assez éloignés les uns des autres. Pour mettre ce phénomène en lumière, on reprendra l'exemple de la société RIVALI déjà citée (à la fin du chapitre 3). Les montants la concernant serviront de base à des calculs faits selon les critères et méthodes exposés, en retenant seulement les formules les plus adéquates à utiliser.

## 1. Valoriser avec le bénéfice courant diminué de la variation de besoin en fonds de roulement

Le critère retenu sera le bénéfice courant, soit 8 574 pour l'année qui vient de se terminer, diminué de la variation de besoin en fonds de roulement (soit 2 140).

D'après les prévisions, le bénéfice courant à venir, diminué de la variation de BFR, atteindrait les montants suivants (en monnaie constante) :

| Année | Bénéfice courant | – Variation BFR | Bénéfice courant après variation BFR |
|---|---|---|---|
| A en cours | 8 400[1] | (2 100) | 6 300 |
| A + 1 | 8 500 | (2 100) | 6 400 |
| A + 2 | 8 800 | (2 100) | 6 700 |
| A + 3 | 8 900 | (2 200) | 6 700 |

Pour les années ultérieures, une croissance annuelle de 2% de ces montants est escomptée.

1. On suppose une légère diminution du bénéfice courant l'année A comparativement à A-1 puis à nouveau une croissance de ce même bénéfice.

Le taux d'actualisation retenu est de :

| | 3 premières années | A+4 à A+10 | A+11 et suivantes |
|---|---|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit : | 2% | 2% | 2% |
| Correctif d'inflation à long terme[1] | | – | – |
| Prime de risque | 2% | 4% | 6% |
| Taux total d'actualisation | 4% | 6% | 8% |

1. Pris pour zéro, les calculs étant faits en euros constants.

Les flux escomptés seront donc sur une très longue période :

| Année | Flux net | Flux actualisé | Flux actualisé cumulé |
|---|---|---|---|
| A | 6 300 | 6 300 | 6 300 |
| A + 1 | 6 400 | 6 154 | 12 454 |
| A + 2 | 6 700 | 6 195 | 18 648 |
| A + 3 | 6 700 | 5 956 | 24 605 |
| A + 4 | 6 834 | 5 732 | 30 336 |
| A + 5 | 6 971 | 5 515 | 35 851 |
| A + 6 | 7 110 | 5 307 | 41 158 |
| A + 7 | 7 252 | 5 107 | 46 265 |
| A + 8 | 7 397 | 4 914 | 51 179 |
| A + 9 | 7 545 | 4 729 | 55 908 |
| A + 10 | 7 696 | 4 550 | 60 458 |
| A + 11 | 7 850 | 4 297 | 64 756 |
| A + 12 | 8 007 | 4 059 | 68 815 |
| A + 13 | 8 167 | 3 833 | 72 648 |
| A + 14 | 8 331 | 3 620 | 76 268 |
| A + 15 | 8 497 | 3 419 | 79 687 |
| A + 16 | 8 667 | 3 229 | 82 916 |
| A + 17 | 8 841 | 3 050 | 85 966 |
| A + 18 | 9 017 | 2 880 | 88 847 |
| A + 19 | 9 198 | 2 720 | 91 567 |
| A + 20 | 9 382 | 2 569 | 94 136 |

Sur une telle base, la valeur de l'entreprise serait donc d'environ 94 000.

Si on retenait le bénéfice courant sans déduire la variation de besoin en fonds de roulement, l'évaluation donnerait : 124 984.

## 2. Valoriser par le bénéfice courant avec amortissement du *goodwill*

Des auteurs considèrent qu'au bout d'une certaine période, les fruits tirés de l'entreprise proviennent uniquement des efforts des nouveaux propriétaires. Il faut donc amortir le *goodwill* en provenance des anciens possesseurs qui, dès le départ, tend à perdre de sa valeur. Le prix attribué à l'entreprise doit donc être minoré en fonction de cet amortissement.

En pratique, on peut estimer que l'action exercée par les anciens propriétaires disparaissant peu à peu, le goodwill se trouve réduit à 30 % de sa valeur initiale au bout de 10 ans. Cette diminution progressive du goodwill revient à appliquer un amortissement dégressif annuel de l'ordre de 13 % sur le goodwill annuel[1].

Évaluons maintenant ce goodwill annuel. Ce dernier correspond comme on l'a vu précédemment à l'excédent de rendement procuré par l'entreprise sur le placement non risqué des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, ou encore au résultat courant retraité après déduction des frais financiers théoriques appliqués à l'ensemble des fonds propres (*cf.* dans ce chapitre le paragraphe I.3).

Dans le cas de la société RIVALI, le « goodwill annuel » est égal à 7 175, soit 84 % du résultat courant lui-même égal pour mémoire à 8 574.

À ce stade, on détermine le « coefficient d'amortissement dégressif » à appliquer au bénéfice courant hors variation de BFR, égal au taux d'amortissement dégressif appliqué pour tenir compte de la disparition progressive du goodwill, en pourcentage du résultat courant, soit :

13 % × 84 % = 11 %

Le nouveau taux d'actualisation à appliquer aux résultats courants futurs pour évaluer l'entreprise devient alors la somme du taux d'intérêt proprement dit, de la prime de risque et du coefficient d'amortissement dégressif :

| | A+1 à A+3 | A+4 à A+10 | A+11 et suivantes |
|---|---|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit : | 2% | 2% | 2% |
| Correctif d'inflation à long terme | | – | – |
| Amortissement du *goodwill* | 11% | 11% | 11% |
| Prime de risque | 2% | 4% | 6% |
| Taux total d'actualisation | 15% | 17% | 19% |

1. Si, à partir d'un goodwill de valeur initiale 100, on applique un amortissement dégressif annuel de 13 %, la valeur nette du goodwill au bout de 10 ans est proche de 30 % de sa valeur initiale.

Les flux attendus seront donc :

| Année | Flux net | Flux actualisé | Flux actualisé cumulé |
|---|---|---|---|
| A | 8 400 | 8 400 | 8 400 |
| A + 1 | 8 500 | 7 393 | 15 793 |
| A + 2 | 8 800 | 6 658 | 22 451 |
| A + 3 | 8 900 | 5 857 | 28 308 |
| A + 4 | 9 078 | 5 107 | 33 416 |
| A + 5 | 9 260 | 4 454 | 37 870 |
| A + 6 | 9 445 | 3 884 | 41 754 |
| A + 7 | 9 634 | 3 387 | 45 141 |
| A + 8 | 9 826 | 2 954 | 48 094 |
| A + 9 | 10 023 | 2 576 | 50 670 |
| A + 10 | 10 223 | 2 246 | 52 916 |
| A + 11 | 10 428 | 1 926 | 54 842 |
| A + 12 | 10 636 | 1 651 | 56 493 |
| A + 13 | 10 849 | 1 416 | 57 908 |
| A + 14 | 11 066 | 1 214 | 59 122 |
| A + 15 | 11 287 | 1 041 | 60 163 |
| A + 16 | 11 513 | 892 | 61 055 |
| A + 17 | 11 743 | 765 | 61 820 |
| A + 18 | 11 978 | 656 | 62 476 |
| A + 19 | 12 218 | 562 | 63 038 |
| A + 20 | 12 462 | 482 | 63 520 |

On voit que dans ce deuxième raisonnement, la valeur de l'entreprise est fortement tirée vers le bas et que son niveau se situe à 63 520 (sans arrondi). Bref, c'est un raisonnement d'acheteur, tant dans son fondement interne (prépondérance de l'action de l'acquéreur dans les résultats obtenus) que dans les conséquences sur l'évaluation.

Par ailleurs, un tel raisonnement est essentiellement valable dans le cas des PME, entités dans lesquelles le rôle du chef d'entreprise est capital, alors que son influence est plus diluée dans les grandes entreprises. À cette occasion, on remarquera que la valorisation des PME est souvent proportionnellement plus faible que celle des firmes importantes (l'écart peut aller du simple au double).

Cette différence est à rapprocher de la probabilité de survivance plus élevée pour un grand groupe que pour une PME (ce qui se traduit par une prime de risque et donc un taux d'actualisation plus élevé pour une PME).

## 3. Délai de recouvrement

Une autre méthode pourra être, à partir du même élément de bénéfice courant, l'utilisation du délai de recouvrement.

Si l'on admet un délai de recouvrement de l'ordre de 10 à 15 ans, on voit que la valeur de l'entreprise se situe entre 80 248 et 105 791 (*cf.* tableau ci-dessous).

Ce laps de temps de 10 à 15 ans est celui que l'on trouve normalement sur les marchés boursiers. Même si elle présente certains défauts, la Bourse constitue un des types de marché les plus fluides et les plus « parfaits » de la vie économique. Il paraît légitime de s'y référer, afin d'y découvrir des mécanismes d'évaluation tels qu'ils fonctionnent spontanément à l'état naturel.

| Année | Flux net | Flux actualisé[1] | Flux actualisé cumulé |
|---|---|---|---|
| A | 8 400 | 8 400 | 8 400 |
| A + 1 | 8 500 | 8 173 | 16 573 |
| A + 2 | 8 800 | 8 136 | 24 709 |
| A + 3 | 8 900 | 7 912 | 32 621 |
| A + 4 | 9 078 | 7 613 | 40 235 |
| A + 5 | 9 260 | 7 326 | 47 561 |
| A + 6 | 9 445 | 7 050 | 54 611 |
| A + 7 | 9 634 | 6 784 | 61 394 |
| A + 8 | 9 826 | 6 528 | 67 922 |
| A + 9 | 10 023 | 6 281 | 74 203 |
| A + 10 | 10 223 | 6 044 | 80 248 |
| A + 11 | 10 428 | 5 709 | 85 956 |
| A + 12 | 10 636 | 5 391 | 91 348 |
| A + 13 | 10 849 | 5 092 | 96 440 |
| A + 14 | 11 066 | 4 809 | 101 249 |
| A + 15 | 11 287 | 4 542 | 105 791 |

1. Les taux d'actualisation retenus et les bénéfices courants sont ceux qui figurent précédemment en IV.1.

## 4. *Price Earning Ratio* (PER)

Une méthode expéditive consiste à évaluer la société sur la base du bénéfice courant retraité comme on l'a vu ci-dessus, en ne prenant en compte que les chiffres de l'exercice en cours.

Si l'on reprend l'exemple de la société RIVALI :

Le montant à retenir est : 6 300 (bénéfice courant après variation BFR).

Le niveau du PER est fourni par un taux de rendement immédiat. Le taux de rendement pris en compte doit inclure un taux de prime de risque à long terme, puisque l'acquisition est faite dans une perspective longue.

| | |
|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit : | 2% |
| Correctif d'inflation à long terme | |
| Prime de risque (taux moyenné du long terme) | 5% |
| Taux total de rendement | 7% |

Le taux de rendement correspond à un PER # à 15 (100/7 = 14,3).

Le calcul de valorisation donne donc : 6 300 × 15 = 94 500

Dans le cas d'une activité plus risquée, avec une prime de risque de 6% et donc un taux total de rendement de 8%, le PER descendrait à 12,5 (100/8 = 12,5) ou moins. Une prime de risque à 8% donne un PER théorique de 10.

Le calcul de valorisation donnerait alors : 6 300 × 10 = 63 000

Pour une activité à aléas faibles avec un taux de prime de risque de 2% seulement, le PER monte à 20 (100/5 = 20) ou à 25 (100/4 = 25).

Le calcul de valorisation donnerait alors : 6 300 × 20 = 126 000

Un autre raisonnement plus classique consiste à retenir le bénéfice courant, sans déduction de la variation de BFR. Le prix d'évaluation s'en trouve sensiblement majoré :

| | | PER | | Évaluation |
|---|---|---|---|---|
| Bénéfice courant | 8 400 × | 10 | = | 84 000 |
| | | 20 | = | 168 000 |

## 5. Valoriser par le *free cash flow* associé au PER

Cette méthode est celle du *discounted free cash flow* associée à la valeur de revente basée sur un multiple de résultat.

Dans l'exemple de l'entreprise RIVALI, on prendra pour *free cash flow*, non pas celui qui apparaît pour l'année A – 1, fortement influencé par un niveau d'investissements très élevés, mais un *free cash flow* normatif, égal au bénéfice courant, minoré de la variation de BFR.

Dans une telle hypothèse, le *free cash flow* accumulé serait au bout de 10 ans et 20 ans, égal aux sommes suivantes (*cf*. tableau du IV.1) :

10 ans 60 458
20 ans 94 136

Sur la base d'un PER de 12,5, la valeur de revente actualisée peut être calculée ainsi, (avec les taux d'actualisation suivants en monnaie constante) :

| | A+1 à A+3 | A+4 à A+10 | A+11 et suivantes |
|---|---|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit : | 2% | 2% | 2% |
| Correctif d'inflation à long terme | | – | – |
| Prime de risque | 2% | 4% | 6% |
| Taux total d'actualisation | 4% | 6% | 8% |

Valeur de revente actualisée (*cf*. IV.1) :

| | FCF actualisé | | PER | | |
|---|---|---|---|---|---|
| A + 10 | 4 550 | × | 12,5 | = | 56 878 |
| A + 20 | 2 569 | × | 12,5 | = | 32 115 |

L'addition des deux termes donne une fourchette de montants très peu ouverte pour l'une et l'autre durées envisagées :

| | *Free Cash Flow* | Valeur de revente actualisée | TOTAL |
|---|---|---|---|
| Au bout de 10 ans | 60 458 | 56 878 | 117 336 |
| 20 ans | 94 136 | 32 115 | 126 251 |
| Écart entre les deux termes | | | 7,6% |

Si la rentabilité de la société avait été moins forte, l'écart demeurerait pratiquement identique. Ainsi, avec un *free cash flow* de 3 000 seulement, le calcul donnerait :

| | *Free Cash flow* | Valeur de revente actualisée | TOTAL |
|---|---|---|---|
| Au bout de 10 ans | 25 695 | 27 027 | 52 721 |
| 20 ans | 41 697 | 15 260 | 56 957 |
| Écart entre les deux termes | | | 8,0% |

## 6. Synthèse des différentes valorisations obtenues

| Méthodes de valorisation | Valorisation | |
|---|---|---|
| | basse | haute |
| Bénéfice courant diminué de la variation de BFR | 94 136 | |
| Bénéfice courant non diminué de la variation de BFR | | 124 984 |
| Bénéfice courant avec amortissement du *goodwill* | 63 520 | |
| Délai de recouvrement (de 10 à 15 ans) | 80 248 | 105 791 |
| PER (PER de 10 à 20) | | |
| sur *free cash flow* | 63 000 | 126 000 |
| sur bénéfice courant | 84 000 | 168 000 |
| *Free cash flow* associé à valeur de sortie (de 10 à 20 ans) | 117 336 | 126 251 |

| | | |
|---|---|---|
| Moyenne des évaluations basses | 83 707 | |
| Moyenne des évaluations hautes | | 130 205 |
| Moyenne générale | 104 842 | |

## 7. Taux interne de rendement (TIR)

Il peut arriver que l'investisseur se fixe un taux minimum de rendement de son investissement, au-dessous duquel il ne veut pas descendre.

Si par exemple, un acquéreur potentiel de l'entreprise RIVALI a pour objectif un taux de rendement annuel minimum de 7%, en euros constants, il ne pourra accepter de la payer plus d'un certain montant. Cette valeur pourra être calculée ainsi qu'il suit.

L'entrée du rendement requis se fait par l'intermédiaire d'un ajustement du taux d'actualisation, utilisé dans les calculs.

Dans l'exemple choisi, le taux d'actualisation retenu devient :

| | A+1 à A+3 | A+4 à A+10 | A+11 et suivantes |
|---|---|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit : | 2% | 2% | 2% |
| Rendement complémentaire | 5% | 5% | 5% |
| Sous-Total | 7% | 7% | 7% |
| Correctif d'inflation à long terme | | – | – |
| Prime de risque | 2% | 4% | 6% |
| Taux total d'actualisation | 9% | 11% | 13% |

Les flux escomptés seront donc :

(en monnaie constante)

| Année | Flux net | Flux actualisé | Dont couverture | | Flux actualisé cumulé à la fin de chaque année |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Intérêt 7% | Prime de risque | |
| A | 6 300 | 6 300 | 4 900 | 1 400 | 6 300 |
| A + 1 | 6 400 | 5 872 | 4 567 | 1 305 | 12 172 |
| A + 2 | 6 700 | 5 639 | 4 386 | 1 253 | 17 811 |
| A + 3 | 6 700 | 5 174 | 4 024 | 1 150 | 22 984 |
| A + 4 | 6 834 | 4 754 | 3 025 | 1 729 | 27 739 |
| A + 5 | 6 971 | 4 369 | 2 780 | 1 589 | 32 107 |
| A + 6 | 7 110 | 4 014 | 2 555 | 1 460 | 36 122 |
| A + 7 | 7 252 | 3 689 | 2 348 | 1 341 | 39 811 |
| A + 8 | 7 397 | 3 390 | 2 157 | 1 233 | 43 201 |
| A + 9 | 7 545 | 3 115 | 1 982 | 1 133 | 46 316 |
| A + 10 | 7 696 | 2 862 | 1 822 | 1 041 | 49 178 |
| A + 11 | 7 850 | 2 584 | 1 391 | 1 193 | 51 762 |
| A + 12 | 8 007 | 2 332 | 1 256 | 1 076 | 54 094 |
| A + 13 | 8 167 | 2 105 | 1 134 | 972 | 56 199 |
| A + 14 | 8 331 | 1 900 | 1 023 | 877 | 58 100 |
| A + 15 | 8 497 | 1 715 | 924 | 792 | 59 815 |
| A + 16 | 8 667 | 1 548 | 834 | 715 | 61 363 |

*(suite)*

| Année | Flux net | Flux actualisé | Dont couverture | | Flux actualisé cumulé à la fin de chaque année |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Intérêt 7% | Prime de risque | |
| A + 17 | 8 841 | 1 398 | 753 | 645 | 62 761 |
| A + 18 | 9 017 | 1 262 | 679 | 582 | 64 022 |
| A + 19 | 9 198 | 1 139 | 613 | 526 | 65 161 |
| A + 20 | 9 382 | 1 028 | 553 | 474 | 66 189 |
| Cumul | 156 562 | 66 189 | 43 705 | 22 484 | |
| | | 100% | 66% | 34% | |

À l'intérieur du flux annuel perçu, on a distingué les montants qui correspondent à la couverture de l'intérêt demandé et ceux qui représentent la prime de risque.

Pour percevoir un rendement moyen de 7%, la mise de fonds (supposée récupérée à la sortie, au bout de 20 ans), doit donc être au plus de 66 189[1].

Immédiatement après l'acquisition, le rendement est supérieur à 7% :

4 900/66 189 = 7,4%

Mais il diminue par la suite avec la montée de la prime de risque.

Le montant calculé de 66 189 est donc la valeur maxima qui doit être attribuée à l'entreprise pour que l'acquéreur bénéficie du rendement qu'il veut obtenir.

L'application d'un Taux Interne de Rendement aboutit donc à faire une évaluation de l'entreprise « à l'envers ». La valeur est déterminée à partir du rendement exigé. On verra dans la troisième partie que les sociétés de capital investissement se fondent sur cette logique.

Bien entendu, il convient de remarquer que le calcul fait ci-dessus est extrêmement simplifié et n'a été donné qu'à titre indicatif. À propos de la réalisation du rendement exigé, en sus des flux, il faudrait aussi tenir compte d'une revente possible de l'entreprise, pour un montant supérieur (ou inférieur) à celui de la mise de fonds. L'écart constaté à ce niveau génère un complément (ou une baisse) de rendement.

1. On constate d'ailleurs que ce chiffre se situe parmi les valeurs d'estimation les plus basses indiquées dans le tableau de synthèse présenté au §6.

## Clés d'accès

### Chapitre 5 - Évaluer par la valeur patrimoniale

*Déterminer la valeur d'une entreprise en additionnant la valeur vénale des biens qui composent son actif diminué des dettes*

**I. - Déterminer les montants à prendre en compte**

☞ *En tenant compte des retraitements économiques effectués*

**II. - Considérer les limites de la valeur patrimoniale**

1. **Si la valeur patrimoniale s'applique assez bien aux sociétés financières...**
2. **...l'existence de l'écart d'acquisition montre ses insuffisances dans la plupart des cas**

**III. - Valoriser les reports fiscaux déficitaires pour les ajouter à la situation nette**

☞ *Les pertes constatées sont génératrices de crédit d'impôt sur les résultats à venir et améliorent donc la valeur patrimoniale*

Mots clés à voir éventuellement dans le lexique :

✓ **Report fiscal déficitaire**

Chapitre

# 5 ÉVALUER PAR LA VALEUR PATRIMONIALE

Jusqu'au début du XX$^{e}$ siècle, pour un grand nombre d'esprits, un bilan représentait un ensemble de données beaucoup plus important qu'un compte de résultat, notamment en France[1].

Aussi, basée sur le bilan, la valeur patrimoniale a longtemps constitué le paramètre essentiel de l'évaluation des entreprises.

L'évaluation par la valeur patrimoniale est une méthode d'estimation très aisée. Ce peut tout d'abord être, de façon fruste, une simple lecture du total des fonds propres. De manière plus en accord avec la réalité économique, cette évaluation consiste à déterminer le prix d'une entreprise en additionnant la valeur réelle de tous les biens qui la composent et en en retranchant les dettes.

## I. DÉTERMINER LES MONTANTS À PRENDRE EN COMPTE

On a vu plus haut, notamment à propos des immobilisations, la manière d'évaluer et de réévaluer les biens. En fait, le bilan retraité sur un plan économique, tel qu'étudié plus haut, donne en lecture directe la valeur de l'entreprise, par le biais de la situation nette. De fait, dès lors que toutes les réévaluations sont prises en compte et ont leur contrepartie au passif, les fonds propres qui forment cette situation nette réévaluée donnent une image de la valeur instantanée de l'entreprise.

Il résulte des retraitements effectués, comme on l'a vu, que les fonds propres réels sont égaux à l'écart entre l'actif économique et les dettes. Les fonds propres sont d'ailleurs souvent dénommés « actif net ».

Dans le cas de la société RIVALI, présenté ci-dessus, les fonds propres retraités s'élèvent à 34 967 (*cf*. chapitre 3 ; VII.1). Ce montant représenterait donc la valeur de la société. On constate que ce chiffre est bien moins élevé que chacun de ceux qui apparaissent au titre d'une évaluation par la valeur de rendement (*cf*. tableau du chapitre 4 ; IV.6).

1. Hors le cas des petits fonds de commerce évalués par le chiffre d'affaires.

## II. Considérer les limites de la valeur patrimoniale

L'évaluation par la valeur patrimoniale revient à estimer une entreprise de façon ponctuelle et statique. Un bilan est le cliché d'un instant, qui ne reflète pas le mouvement futur de l'entité photographiée. Seuls y sont pris en compte les acquis du passé alors que l'entreprise est un organisme vivant à considérer principalement sous l'angle de son avenir.

### 1. Si la valeur patrimoniale s'applique assez bien aux sociétés financières...

La valeur patrimoniale peut être utilisée de façon appropriée dans le cas d'entreprises qui n'ont pas de véritable activité opérationnelle, notamment dans le cas de sociétés de portefeuille.

En effet, les firmes qui se contentent de gérer un portefeuille de participations sans être ce pôle de coordination entre différents moyens humains et matériels, qui constitue la véritable entreprise, valent surtout par ce qu'elles possèdent.

Les SICAV et fonds communs de placement sont évalués, par définition (tout au moins en France) à un montant rigoureusement identique à la valeur patrimoniale. Leur prix de souscription ou de cession est en effet égal, hors frais, à la valeur d'actif net par part. Cette valeur est calculée chaque jour pour les SICAV.

On examinera plus loin le problème d'évaluation des sociétés holding, dans le cadre de la valeur patrimoniale.

Un autre cas d'utilisation de la méthode patrimoniale est celui des entreprises en liquidation, pour lesquelles aucune activité ne sera maintenue en vie. Dans ce cas toutefois, la réévaluation de l'actif net doit tenir compte de la non-liquidité de certains biens.

En effet, si tel bien immobilier, par exemple, a une valeur économique théorique supérieure à sa valeur nette comptable, le fait de vouloir le vendre rapidement obligera sans doute le cédant à consentir un rabais qui viendra amputer la valeur théorique du bien.

### 2. ...l'existence de l'écart d'acquisition révèle ses insuffisances en matière d'évaluation, dans la plupart des cas

L'existence de la notion d'écart d'acquisition montre, entre autres, les limites de l'évaluation par la méthode patrimoniale.

En effet, l'écart d'acquisition, qui apparaît dans les comptes consolidés, est un montant inscrit à l'actif des bilans consolidés pour représenter la différence entre les fonds propres des filiales acquises et le prix d'achat qui a été consenti par la maison-mère acquéreur.

Or le fait que cet écart soit, le plus généralement, très supérieur à la différence entre la valeur patrimoniale réévaluée et celle des fonds propres comptables montre que,

presque par définition, le prix d'acquisition d'une société ne se situe pas au niveau de sa valeur patrimoniale.

Même diminués des retraitements économiques évoqués au chapitre 3, les écarts d'acquisition sont souvent très importants ; ce dernier phénomène montre aussi que la valeur d'une firme se situe le plus souvent à un chiffre bien supérieur à celui atteint par la valeur nette.

La pratique boursière actuelle illustre d'ailleurs le fait que, sur les marchés, la valeur patrimoniale ne sert pratiquement plus de référence pour les sociétés non financières.

## III. VALORISER LES REPORTS FISCAUX DÉFICITAIRES POUR LES AJOUTER À LA SITUATION NETTE

Une société peut avoir subi des pertes et disposer, hors bilan, de reports déficitaires qui viendront, une fois les bénéfices revenus, permettre leur défiscalisation et donc améliorer la marge nette.

Aussi, l'économie d'impôt futur actualisée est à ajouter à la situation nette.

Ainsi, une société qui dispose d'un report déficitaire de 200 000 euros, fera, par exemple, une économie d'impôt ultérieure de :

$$200\,000 \text{ euros} \times 33{,}33\% = 66\,667 \text{ euros.}$$

Si l'on estime que cette économie sera utilisée au titre d'un bénéfice à réaliser dans deux ans, l'actualisation sera effectuée de la manière suivante :

Le raisonnement est fait en monnaie courante, puisque le fisc établit les calculs d'impôt sur les sociétés dans cette perspective.

| | | |
|---|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit : | 2% | |
| Inflation court terme | 2% | (si l'on retient ce taux) |
| Prime de risque relative à un refus éventuel de l'Administration d'autoriser la déduction (par exemple, changement de législation) | 5% | (pourcentage pris à titre d'illustration) |
| Taux d'actualisation : | 9% | |

L'application du taux d'actualisation donne le montant suivant :

$$66\,667/1{,}09^2 = 56\,111$$

Bien entendu, il faut s'assurer que ce report déficitaire ne sera pas prescrit lorsque les bénéfices attendus arriveront. Les législations nationales sont variées en ce domaine. Ainsi, en France, un report déficitaire est normalement prescrit au bout de cinq ans, sauf en ce qui concerne les amortissements, reportables en principe sans prescription.

Aux États-Unis, ces mêmes reports déficitaires constituent de véritables biens qui peuvent être cédés ou utilisés comme tels. Une perte fiscale peut donc constituer la valeur ultime que présente une société. C'est la raison pour laquelle ce problème de déficit fiscal a été traité à part, hors des retraitements de bilan évoqués dans la première partie de l'ouvrage.

* *
*

La valeur patrimoniale ne saurait donc constituer en soi une méthode de valorisation acceptable pour un chef d'entreprise convaincu, tout en cédant sa société, de la voir continuer à se développer.

Cette méthode donne des informations mais ne saurait suffire. C'est la raison pour laquelle on étudiera les valorisations qui se fondent sur les deux approches mentionnées jusqu'à présent, c'est-à-dire celles qui associent la valorisation par les flux futurs et la valeur patrimoniale.

Clés d'accès

## Chapitre 6 - Associer les méthodes d'évaluation par les flux et par le patrimoine

*Par sécurité, il est souhaitable d'associer les deux grands types de méthodes d'évaluation. Un certain nombre de formules combinent ces deux méthodes selon des pondérations variables :*

### I. - Formules mixtes traditionnelles (flux + patrimoine)

Basées initialement sur les réalisations passées

**1. Méthode des praticiens (ou méthode indirecte ou allemande)**

☞ *Moyenne arithmétique des valeurs de rendement et patrimoniale*

**2. Formule de Retail**

☞ *Variante de la précédente*

**3. Méthode de la rente du *goodwill* (ou méthode directe ou des anglo-saxons)**

☞ *Association du goodwill et de la valeur patrimoniale*

**4. Formule de l'Union européenne des Experts-comptables (UEC)**

☞ *Association du goodwill actualisé et de la valeur patrimoniale*

**5. Formule de Pont-à-Mousson**

☞ *Association du bénéfice, de la MBA et de la formule précédente*

### II. - Formules mixtes contemporaines (flux + patrimoine)

Basées sur les réalisations prévisionnelles

**Méthode du discounted *free cash flow* associée à la valeur de revente calculée sur une base patrimoniale**

## III. - Formules mixtes nouvelles (flux + stratégie)

Il existe des tentatives de modèles globaux : un essai d'intégration de toutes les données, avec des formules tendant à inclure la stratégie. Ces méthodes sont encore, en partie, à l'état de travaux de recherche.

### 1. Modèle de Miller et Modigliani

### 2. « EVA » (*economic value added*) de Stern et Stewart (S & S)

### 3. « Pentagon » de Mac Kinsey

# Chapitre 6

# ASSOCIER LES MÉTHODES D'ÉVALUATION PAR LES FLUX ET PAR LE PATRIMOINE

Malgré sa rationalité, la seule approche par les flux paraît encore insuffisante à certains évaluateurs, d'où l'idée d'associer dans l'évaluation, flux et valeur patrimoniale. Dans cette association des méthodes, le calcul afférent au patrimoine est en quelque sorte le garant et l'élément modérateur de la valorisation par les résultats.

Une première série de formules, ancienne, tente cette synthèse de manière empirique et par tâtonnements. Les formules actuelles présentent maintenant une cohérence plus logique.

## I. Formules mixtes traditionnelles (flux + patrimoine)

L'idée de base de toutes ces méthodes était la suivante : on constate un écart entre la valeur de rendement et la valeur patrimoniale. Cet écart correspond, comme on l'a vu, au bénéfice ajouté par l'entreprise, ou « *goodwill* ». Le maintien de cet écart, c'est-à-dire de la valeur par les flux, elle-même, est fragile. Il convient de tirer une valeur moyenne, intermédiaire entre les deux premières.

Différents procédés étaient utilisés à cette fin. Toute les variantes entre ces diverses méthodes provenaient en fait de la manière dont on calculait arithmétiquement cette moyenne.

En effet, ces formules associent, sous des formes et avec des pondérations différentes, les chiffres retraités de la valeur patrimoniale et des résultats.

Les premières formules mixtes d'évaluation étaient basées sur les réalisations passées, non seulement pour la valeur patrimoniale mais aussi pour les résultats.

On les citera pour information, mais elles ne sont plus guère utilisées aujourd'hui, encore qu'elles puissent donner des idées de valorisation de façon simple, notamment sur le prix d'une petite entreprise. Il est d'ailleurs toujours possible de les utiliser en incluant, au niveau des flux, des bénéfices futurs au lieu des résultats déjà constatés.

## 1. Méthode des praticiens (ou méthode indirecte ou allemande)

L'association de la valeur de rendement et de la valeur patrimoniale est transcrite dans cette formule, de façon extrêmement simple : on retient la moyenne arithmétique des deux termes.

La présentation de base de cette méthode consiste en effet à écrire :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \frac{\text{Actif net réel + Valeur de rendement}}{2}$$

La valeur de rendement est elle-même égale au dernier bénéfice connu divisé par le taux d'intérêt sans risque (mais les calculs négligeaient l'inflation qu'il faut réintroduire). Le taux de 2% sans risque deviendrait donc 6% avec 2% d'inflation à court terme et 2% d'inflation à long terme.

Dans le cas de l'entreprise RIVALI, les chiffres obtenus seraient les suivants :

*Valeur de l'entreprise = Actif net réel + (Bénéfice net courant/taux sans risque)*

$$\frac{34\ 967 + (8\ 574/6\%)}{2} = 88\ 933$$

La formule permet de déterminer, de façon indirecte, la valeur du *goodwill* (d'où le terme de méthode indirecte).

Dans cette formule, le *goodwill* est, en pratique, égal à la demi-différence entre la valeur de rendement et l'actif net réel :

*Goodwill* = 1/2 (Valeur de rendement – Actif net réel)

*Goodwill* = 1/2 (142 900 – 34 967)[1] = 53 966

La formule peut encore s'écrire :

*Goodwill* = Valeur de l'entreprise – Actif net

*Goodwill* = 88 933 – 34 967 = 53 966

Bénéfice et *goodwill* étaient ainsi capitalisés. Toutefois cette capitalisation était effectuée à partir d'une certaine valeur, celle atteinte lors du dernier exercice. Il n'était tenu compte, au moins à ce stade, ni d'une croissance, ni de risques possibles.

1. 142 900 = 8 574/6%.

## 2. Formule de Retail

La formule de Retail, imaginée au moment des nationalisations de 1946, n'est qu'une variante de la méthode précédente.

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \frac{\text{Actif net} + \text{N bénéfice net}}{2}$$

Le nombre N correspond au multiple (le PER) à appliquer au bénéfice déjà réalisé. Dans une perspective plus moderne, le PER est appliqué au résultat des années immédiatement à venir. Comme on l'a vu, ce multiple est fonction de divers paramètres (taux d'intérêt, prime de risque, etc.).

**Exemples chiffrés**

1° Calcul basé sur les éléments du passé

Si l'on prend un PER de 12[1], la valeur de la société RIVALI serait la suivante :

| Actif net | N | bénéfice net courant | (milliers d'unités) |
|---|---|---|---|
| | | | |

$$\frac{34\,967 + (12 \times 8\,574)}{2} = 68\,927$$

Avec un PER de 24, on atteindrait : 120 371.

2° Calcul basé sur la valeur patrimoniale de l'année A et les flux à venir des années A à A+2 (*cf.* chapitre 4 ; IV.2).

Si l'on prend un PER de 12, la valeur de la société RIVALI serait la suivante :

| Actif net | N | bénéfice net moyen (A à A + 2) |
|---|---|---|
| | | |

$$\frac{34\,967 + (12 \times 8\,567)^{2}}{2} = 68\,884$$

Avec un PER de 24, on atteindrait : 120 284.

1. On retient ici un bénéfice courant, sans déduire la variation de BFR, comme il est procédé précédemment (*cf.* chapitre 4 ; 4.2). En effet, à l'époque où l'on appliquait les formules classiques décrites dans ce chapitre, aucune déduction de ce type n'était effectuée.

2. Bénéfice net moyen =

Bénéfice courant des années

| A | | A + 1 | | A + 2 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (+ 8 400 | + | 8 500 | + | 8 800)/3 | = | 8 567. |

## 3. Méthode de la rente du *goodwill* (ou méthode directe ou des Anglo-Saxons)

Dans cette formule, *goodwill* et valeur patrimoniale sont associés pour fournir l'évaluation recherchée.

Selon cette méthode, on calcule d'abord directement le *goodwill*, sans passer par l'intermédiaire du calcul des valeurs de rendement et patrimoniale.

On peut donc reprendre les chiffres déterminés plus haut, (chapitre 4 ; I ; fin de paragraphe 6).

Le *goodwill* est ensuite capitalisé mais cette capitalisation n'est retenue que pour la moitié de sa valeur, dans l'esprit des formules précédentes qui tendent à réduire le poids de la valeur de rendement dans l'évaluation de l'entreprise.

On aboutit donc à l'égalité :

| |
|---|
| Valeur de l'entreprise = Actif net réel + 1/2 capitalisation du *goodwill* |

En chiffres, la formule donne :

| Actif net réel + 1/2 capitalisation du *goodwill* | | | | Valeur de l'entreprise |
|---|---|---|---|---|
| 34 967 | + | 59 792[1] | = | 94 759 |

Lors de la mise au point de la formule, le *goodwill* retenu était celui des années passées (en général une moyenne annuelle calculée sur 3 à 5 exercices de référence). Aujourd'hui, les calculs seraient faits avec le *goodwill* à venir.

1. En prenant sur cinq ans le *goodwill* courant de l'année A – 1 calculé de la manière suivante :

| | |
|---|---|
| *Goodwill* ou résultat courant après frais financiers sur fonds propres à capitaliser (*cf.* chapitre 4 ; I.6) | 7 175 |
| Taux de capitalisation : | 6% |
| Capitalisation du *goodwill* | 7 175 × 100/6 = 119 583 |
| Capitalisation du *goodwill* divisée par 2 | = 59 792 |

## 4. Formule de l'Union européenne des Experts-comptables (UEC)

| Valeur de l'entreprise = Actif net réel + Valeur actualisée du *goodwill* |
|---|

En chiffres et sur les mêmes bases que le calcul figurant immédiatement ci-dessus, la formule aboutit aux montants suivants :

1° Calcul de la valeur actualisée du *goodwill* courant relatif aux cinq dernières années (en supposant une croissance de 3% par an dans le passé).

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| *Goodwill* année A – 1 | 7 175/ | 1,00 | | 7 175 |
| année A– 2 | 6 966/ | 1,06 | = | 6 572 |
| année A– 3 | 6 763/ | $1{,}06^2$ | = | 6 019 |
| année A– 4 | 6 566/ | $1{,}06^3$ | = | 5 513 |
| année A– 5 | 6 375/ | $1{,}06^4$ | = | 5 050 |
| Valeur actualisée du *goodwill* : | | | | 30 329 |

2° Calcul de la valeur de l'entreprise

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Actif net réel + Valeur actualisée du *goodwill* | | | = | Valeur de l'entreprise |
| 34 967 | + | 30 329 | = | 65 296 |

Dans cette formule, le *goodwill* n'est capitalisé que sur 5 ans. En revanche, il est pris à 100%, comme l'actif net réel.

## 5. Formule de Pont-à-Mousson

Valeur de l'entreprise =

$$\frac{\text{Val. par bénéfice moyen + Val. par MBA + Formule UEC}}{3}$$

Cette formule était utilisée avec les données des cinq derniers exercices. Elle présente l'inconvénient de mettre en jeu la MBA. Or comme on l'a vu au chapitre 4, la MBA est un critère de valorisation assez partiel.

# II. FORMULES MIXTES CONTEMPORAINES (FLUX + PATRIMOINE)

À toutes ces formules, essentiellement axées sur le passé et peu usitées aujourd'hui, s'opposent des méthodes basées sur l'avenir, dont la plus répandue est celle, déjà

étudiée, du *discounted free cash flow*. Cette méthode peut ne pas être intégralement fondée sur le seul rendement, mais associer également, flux et patrimoine dans une dialectique temporelle raisonnée.

Comme on le sait, dans cette méthode, la valeur de l'entreprise est celle que représente durant un certain nombre d'années, un *free cash flow* actualisé, auquel on ajoute la valeur de revente à terme. Cette valeur de revente peut être calculée par un coefficient appliqué aux bénéfices futurs existants à l'époque de la revente (formule déjà exposée chapitre 4 ; 4.5) ou, moins fréquemment, par la valeur patrimoniale. Cette dernière façon de procéder sera exposée ci-après.

## Méthode du *discounted free cash flow* associée à la valeur de revente calculée sur une base patrimoniale

Si l'on reprend l'exemple de l'entreprise RIVALI, le *free cash flow* accumulé serait au bout de 10 ans et 20 ans, égal aux sommes suivantes (*cf*. chapitre 4 ; 4.1) :

| | |
|---|---|
| 10 ans | 60 458 |
| 20 ans | 94 136 |

On ajoutera à ces montants, la valeur patrimoniale estimée à l'horizon de 10 et 20 ans.

Le calcul de la valeur patrimoniale à venir ne doit pas reprendre les montants mis en réserve issus du *free cash flow*, puisque ces montants sont déjà pris en compte dans le calcul ci-dessus.

On retiendra donc seulement la valeur patrimoniale actuelle.

Par ailleurs, les plus-values et moins-values à venir sur cette valeur patrimoniale seront censées s'annuler. La prime de risque retenue sera égale à la moitié de celle qui a été prise en compte dans le cadre du calcul du *free cash flow*. Au total, le calcul d'actualisation sera le suivant :

**1°** - Taux d'actualisation à utiliser :

| | 3 premières années | A+4 à A+10 | A+11 et suivantes |
|---|---|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit : | 2% | 2% | 2% |
| Correctif d'inflation à long terme | | – | – |
| Prime de risque | 1% | 2% | 3% |
| Taux total d'actualisation | 3% | 4% | 5% |

2° - Valeur patrimoniale actualisée

À la fin de l'année A, la valeur patrimoniale est de 34 967.

La valeur patrimoniale actualisée est donc la  suivante, au fil des années :

| | | (suite) | |
|---|---|---|---|
| A + 1 | 33 949 | A + 11 | 23 159 |
| A + 2 | 32 960 | A + 12 | 22 056 |
| A + 3 | 32 000 | A + 13 | 21 006 |
| A + 4 | 30 769 | A + 14 | 20 006 |
| A + 5 | 29 586 | A + 15 | 19 053 |
| A + 6 | 28 448 | A + 16 | 18 146 |
| A + 7 | 27 354 | A + 17 | 17 282 |
| A + 8 | 26 301 | A + 18 | 16 459 |
| A + 9 | 25 290 | A + 19 | 15 675 |
| **A + 10** | **24 317** | **A + 20** | **14 929** |

L'addition des deux termes donne une fourchette de montants relativement peu ouverte pour l'une et l'autre durées envisagées :

| | *Free Cash Flow* actualisé | Valeur patrimoniale actualisée | TOTAL |
|---|---|---|---|
| Au bout de 10 ans | 60 458 | 24 317 | 84 775 |
| 20 ans | 94 136 | 14 929 | 109 065 |
| Écart entre les deux termes | | | 28,7% |

Si la rentabilité de la société avait été moins forte, l'écart serait encore plus réduit. Ainsi, avec un *free cash flow* de 40 000 seulement, le calcul donnerait :

| | *Free Cash Flow* actualisé | Valeur patrimoniale actualisée | TOTAL |
|---|---|---|---|
| Au bout de 10 ans | 30 951 | 24 317 | 55 268 |
| 20 ans | 46 820 | 14 929 | 61 749 |
| Écart entre les deux termes | | | 11,7% |

Tous ces chiffres sont, bien entendu, à arrondir.

## III. Formules mixtes nouvelles (flux + stratégie)

Un certain nombre de réflexions ont été effectuées pour compléter les approches précédentes, essentiellement celles liées aux flux.

L'idée est, dans l'ensemble, d'intégrer la stratégie qui sera poursuivie, pour déterminer un modèle d'évaluation. En fait, cela revient surtout à réunir en une seule formule, d'une part, le calcul des prévisions destinées à entrer dans les flux et d'autre part, l'évaluation elle-même.

On décrira succinctement trois exemples de ces nouvelles présentations, plus pour leur démarche d'analyse économique que pour leurs modalités de calcul d'évaluation. L'appareillage mathématique dont elles s'entourent réserve en effet leur utilisation aux spécialistes. La complexité qu'elles présentent ne garantit d'ailleurs pas leur fiabilité, car, comme dans tous les autres cas, le raisonnement le plus sophistiqué ne vaut rien si les prévisions introduites ne se vérifient guère au niveau des réalisations.

Une fois encore, on relèvera que le travail préparatoire à l'évaluation (fiabilisation des réalisations et des prévisions) est sans doute plus important que le calcul d'évaluation proprement dit.

Cependant les méthodes qui vont suivre peuvent servir de point de départ fructueux aux raisonnements que doit mener l'acquéreur potentiel.

### 1. Modèle de Miller et Modigliani

Ce modèle date de 1966. Il tient compte :

- de la rente d'exploitation (avant frais financiers mais après impôts) dégagée par les actifs existants
- du caractère aléatoire de cette rente
- des revenus dégagés par les nouveaux investissements
- du caractère décroissant de ces revenus (fin de l'avantage concurrentiel)
- des économies futures d'impôt grâce à l'endettement

L'idée de base est que l'objectif de l'entreprise est de créer de la valeur. Cette entreprise doit donc posséder un surplus suffisant de rentabilité des investissements sur le coût du capital.

Au début des années 1990, à l'époque de premières remises en cause des managements en place, dans le cadre d'Offres Publiques d'Achat hostiles[1], ces réflexions ont été approfondies, donnant naissance à de nouveaux modèles.

1. Les États-Unis ont connu dès cette époque un certain nombre d'OPA de ce type. Les initiateurs de ces opérations estimaient qu'une firme donnée était mal gérée et qu'en conséquence, sa valeur réelle après réorganisation, serait très supérieure à son cours de Bourse.

## 2. « EVA » (*economic value added*) de Stern et Stewart (S & S)

Cette formulation prolonge les travaux précédents, en précisant ou en mettant en valeur certains points et notamment :

- le choix d'investissements conduisant à une rentabilité améliorée
- le désinvestissement dans les activités à rentabilité faible

En fait, cette méthode a surtout pour but de servir à la gestion de l'entreprise et à maximiser ses résultats. L'évaluation, dans cette perspective, tend beaucoup plus à être un outil destiné à calculer l'intéressement des dirigeants, qu'à servir à une cession éventuelle.

Sur le plan de l'évaluation, les bases de cette méthode se présentent ainsi :

- détermination du « résultat opérationnel net » appelé en anglais « NOPAT », c'est-à-dire « Net operating profit after tax ». Il s'agit du résultat d'exploitation minoré d'un impôt sur les bénéfices théorique applicable à ce résultat.
- calcul du coût des ressources servant à couvrir les capitaux employés. Comme indiqué dans le bilan de gestion (*cf*. l'index en fin d'ouvrage), ces ressources sont de deux sortes :
  ressources propres
  trésorerie (endettement financier net).

On considère que les ressources propres ont un coût pour l'investisseur qui les a fournies. Selon la méthode EVA, ce coût est calculé en tenant compte du risque associé à l'entreprise (*cf*. chapitre 2).

Le coût de la trésorerie est calculé à partir des éléments comptables. Les frais financiers nets sont minorés de l'allégement d'impôt qu'ils apportent.

L'EVA ou création de valeur annuelle est égale à :

| Résultat opérationnel net – (coût des ressources propres + frais financiers) |
|---|

La valeur de l'entreprise est ensuite déterminée par la formule suivante :

| Ressources propres + EVA actualisée des années à venir |
|---|

Un exemple chiffré peut être donné en utilisant certains éléments de l'entreprise RIVALI. Les calculs aboutiraient aux chiffres ci-après pour l'année A–1.

| **1° Détermination du résultat opérationnel net** | | |
|---|---|---|
| Résultat d'exploitation retraité | | 15 141 |
| Impôt sur les bénéfices théorique | 33,3% | (5 047) |
| Résultat opérationnel net (« NOPAT ») | | 10 094 |

…

| **2° Coût des ressources** | Montant moyen de l'année[1] | Coût | |
|---|---|---|---|
| | | en %[2] | en valeur absolue |
| Ressources propres | 28 500 | 9,1 | (2 594) |
| Dette financière nette<br><br>Économie d'impôt/<br>Dette financière (33%) | 16 500 | 7,6 | (1 252)<br><br>417 |
| Total ressources employées | 45 000 | | (3 428) |
| | | | |
| **3° Création de valeur sur la dernière année (EVA)** | | en % | |
| NOPAT / Ressources totales | 10 094 / 45 000 soit | 22,4 | |
| À comparer au coût des ressources employées | 3 428 / 45 000 soit | 7,6 | |
| La création de valeur ressort alors à | 22,4% - 7,6% | 14,8% des ressources soit 6 674 | |
| | | | |
| **4° Évaluation de RIVALI dans le présent scénario** | | | |
| Ressources propres en fin d'année (*cf.* chapitre 3 ; VII.1) | | 34 967 | |
| Création de valeur future actualisée sur 20 ans[3] en euros constants | | 96 855 | |
| Valeur de RIVALI | | 131 822 | |

1. Montants pris par hypothèse.
2. Pourcentages pris par hypothèse.
3. Les taux d'actualisation retenus sont ceux indiqués au chapitre 4 ; 4.1.

En fait, la mise en œuvre de la méthode EVA suppose une très bonne connaissance interne de l'entreprise :

- Pour déterminer des pourcentages de coûts financiers corrects, il faut connaître la trésorerie au moins au mois le mois. En effet, les positions de fin d'année peuvent être singulières comme on l'a déjà indiqué. De ce fait, le pourcentage frais financiers/endettement net calculé sur des assiettes ponctuelles trop peu nombreuses (par exemple, sur la moyenne des chiffres apparaissant respectivement à la clôture des exercices A–1 et A–2) ne suffit pas.
- Pour établir une EVA prévisionnelle, il faut estimer le montant futur et la structure des ressources globales (ressources propres et endettement net).

Une telle estimation est parfaitement possible à réaliser pour les gestionnaires de l'entreprise ; elle est d'ailleurs, bien entendu, indispensable, dans le cadre de la prévision d'ensemble.

En revanche, sur longue période, la prévision du rapport respectif des fonds propres et des dettes financières faite par un observateur étranger[1] à l'entreprise est très malaisée et peut être source d'erreurs de diagnostic qui s'ajoutent aux difficultés existant déjà à propos des prévisions de résultat.

## 3. « Pentagon » de Mac Kinsey

Ce modèle vise à montrer l'écart éventuel entre la valeur actuelle de l'entreprise et ce qu'elle pourrait être après une restructuration. Il s'applique principalement aux sociétés cotées en Bourse ou ayant au moins une certaine importance.

On distingue, pour identifier les possibilités d'augmentation de valeur :

- la valeur boursière actuelle ;
- la valeur avant restructuration interne ;
- la valeur après restructuration interne ;
- la valeur de cession en fonction de différentes hypothèses (vente des activités à un tiers, introduction de certaines de ces activités filialisées en Bourse, rachat par les salariés).

Ces notions développées par Mac Kinsey sont sans doute les plus riches en thèmes de réflexions.

***Exemple :*** soit un petit groupe pharmaceutique coté en Bourse et dont la valeur est estimée par le marché à 100 millions.

Ce groupe comprend, en plus de son activité principale et pour des raisons historiques, une filiale dans le domaine de la chimie de base.

Un concurrent pourrait très bien considérer que la valeur de ce groupe, une fois racheté, est largement supérieure à ce montant de 100 millions, du fait des économies et gains que pourrait engendrer une restructuration.

1. Un candidat acquéreur est dans cette situation, la plupart du temps.

Ainsi, si l'on suppose que les activités pharmaceutiques des deux entités sont complémentaires et permettront au nouvel ensemble d'être leader sur un créneau du marché, le concurrent sera prêt à valoriser une partie de cette plus-value attendue pour convaincre les actionnaires du groupe cible de vendre leurs titres.

En parallèle, le concurrent pourra mettre à profit le rachat du groupe considéré pour céder la filiale chimique à une société tierce de plus grande ampleur, exerçant la même activité, qui elle-même sera prête à survaloriser cette filiale.

On voit donc, au travers de cet exemple, les raisons qui peuvent pousser certains *traders* à opérer de façon parfois un peu brutale sur ce genre de transactions : la valorisation de l'entreprise ne se fonde plus seulement sur les données intrinsèques, mais également sur le *goodwill* qu'une telle transaction pourra apporter à l'entreprise acquéreur.

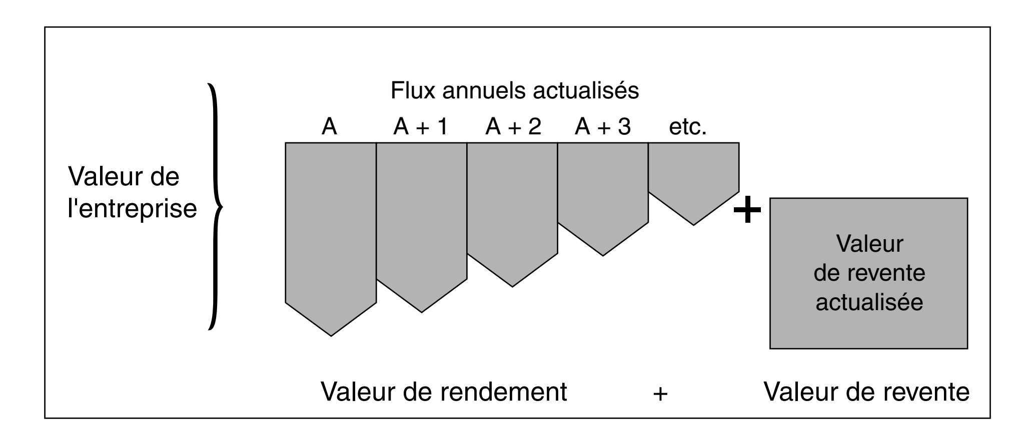
C'est du reste la raison pour laquelle le prix de certaines transactions paraît prohibitif de prime abord, vu de l'extérieur.

Au début des années 1990 par exemple, nombre de sociétés étaient achetées à des PER variant entre 20 et 30 alors que la valorisation des sociétés de même métier était de l'ordre de 12 à 15.

Du point de vue de l'acquéreur, cette survalorisation était rendue possible par les économies anticipées sur la restructuration prévue et sur le *goodwill* qu'une telle acquisition allait apporter aux sociétés du groupe de l'acquéreur.

De même, à la fin des années 1990, les entreprises dites de la « nouvelle économie », notamment celles liées à Internet, atteignaient, la plupart du temps, des prix de cession encore beaucoup plus élevés que ceux qui viennent d'être cités. La raison en était l'attente de perspectives de croissance d'activité et donc de résultat, extrêmement fortes. Depuis l'éclatement de la « bulle » Internet, ces valorisations souvent excessives ont vite été oubliées.

On trouvera ci-après un graphique général qui reprend le schéma fondamental de l'évaluation d'une entreprise, associant valeur de rendement et valeur de revente. Ce schéma peut se décliner sous les différentes variantes que l'on a vues.



## Clés d'accès

### Chapitre 7 - Évaluer par analogie

*Déterminer la valeur d'une entreprise en se basant sur les valeurs de marché constatées pour des firmes semblables :*

#### I. - Comparer les multiples boursiers

**1. Choisir un échantillon de sociétés de nature proche**

**2. Choisir des indicateurs significatifs**

Chiffre d'affaires
Résultat d'exploitation
EBIT et EBITDA

- Bénéfice net et PER
  - instantané
  - corrigé des perspectives
- Bénéfice courant ou *free cash flow*

  *Calculer une valeur boursière théorique pour une société cotée : les chiffres obtenus permettent de juger d'un cours de Bourse.*

**3. S'abstraire des données actuelles de la place de cotation**

#### II. - Comparer avec des transactions récentes hors Bourse

**1. Disposer des éléments nécessaires**

**2. Établir les ratios utilisés dans les transactions réalisées**

**3. Calculer la valeur de l'entreprise à estimer**

#### III. - Exemple chiffré détaillé

☞ *Calculer la valeur boursière théorique d'une société non cotée (application aux données de cette entreprise, des multiples de sociétés voisines cotées).*

Chapitre

# 7 ÉVALUER PAR ANALOGIE

Une méthode de valorisation empirique consiste à évaluer une entreprise en se référant au prix de cession constaté sur des firmes semblables. On parle alors de « méthode analogique ». La « méthode boursière » constitue un cas particulier des formules analogiques.

Le prix de cession comparatif utilisé est donc celui d'une ou plusieurs transactions. Cette méthode analogique est applicable dans la mesure où il est possible d'avoir connaissance du prix de cette (ou ces) cession(s), ce qui est loin d'être toujours le cas. En effet, le prix de vente d'une entreprise est très souvent confidentiel[1].

En revanche, les cours de Bourse constituent une référence publique. Il s'agit par ailleurs de prix de cession effective et l'on peut dire que, par ce biais, les marchés financiers évaluent et réestiment tous les jours la capitalisation, c'est-à-dire la valeur des entreprises inscrites à la cote. On pourra donc utiliser les cotations relatives à des sociétés similaires à celle que l'on étudie, dans le cadre des « méthodes boursières ».

À noter, comme on l'a déjà indiqué, qu'un cours de Bourse inclut une décote. En effet, acheter quelques actions ne donne pas le pouvoir que confère l'acquisition d'une majorité. Il faudra tenir compte de cette décote, sur laquelle on reviendra, lorsqu'on se servira d'un cours de Bourse pour déterminer la valeur de l'ensemble d'une entreprise.

L'étude commencera par l'examen des méthodes boursières. Ce sont celles dont la mise en œuvre est en effet la plus évidente.

## I. COMPARER LES MULTIPLES BOURSIERS

La comparaison des multiples boursiers peut servir aussi bien à l'évaluation d'une entreprise non cotée qu'à celle d'une société introduite en Bourse. On l'examinera à ce double titre.

1. Les banques-conseil, les fonds d'investissement et les organismes chargés d'évaluer les sociétés ont souvent des informations directes ou par des tiers, lesquelles leur permettent au moins d'approcher les prix en question.

## 1. Choisir un échantillon de sociétés de nature proche

Pour effectuer cette comparaison, il convient d'abord, comme on l'a dit, de choisir des transactions relatives à des sociétés de nature voisine. Ce choix est plus ou moins aisé, selon la nature de l'entreprise à valoriser.

Il faut trouver des entreprises cotées :

I) exerçant dans le même secteur professionnel
À ce propos, il ne suffit pas de relever les firmes exerçant dans le même grand secteur économique. Il faut retenir seulement celles qui sont placées exactement sur le créneau dans lequel se situe la société à évaluer.

Par exemple, dans le cas d'une société qui produit uniquement du dioxyde de titane, une comparaison avec l'ensemble des producteurs de chimie ne donnera guère d'éléments utiles. Il sera nécessaire de trouver une firme exerçant pratiquement la même activité.

Il peut donc, parfois, ne pas y avoir de comparaison possible.

II) ayant une taille comparable
Une des grandes difficultés relatives à la valorisation des PME est qu'elles n'ont pas, la plupart du temps, d'homologues cotées en Bourse (elles n'en ont même jamais dans le cas des très petites entreprises) ;

III) de préférence de même nationalité, encore que la mondialisation tend à rapprocher les chiffres des critères d'évaluation.

## 2. Choisir des indicateurs significatifs

Les analystes financiers et autres experts, qui sont à l'origine de beaucoup d'évaluations des sociétés cotées, utilisent un grand nombre de concepts au service de ces évaluations.

Il s'agit, en général, de notions déjà rencontrées, mais présentées parfois avec des nuances particulières, en l'occurrence :

- Chiffre d'affaires (employé en tant que critère auxiliaire)
- Résultat d'exploitation
- EBIT *Earning Before Interest and Tax* ou bénéfice net avant intérêts financiers et impôt sur les sociétés
- EBITDA *Earning Before Interest and Tax, Depreciation and Amortization* ou bénéfice net avant intérêts financiers et impôt sur les sociétés et amortissements et provisions
- Bénéfice net pour un calcul du *Price Earning Ratio*
  - ➜ instantané (dernier exercice connu, ou estimation sur année en cours)
  - ➜ sur années à venir
- Bénéfice courant normatif[1] ou *Discounted Free cash flow*

1. Résultat retraité souvent équivalent au solde annuel des flux de trésorerie futurs d'une société en état d'activité normale.

Dans le cadre des méthodes analogiques, de tous ces termes, les plus fréquemment utilisés sont le bénéfice net et les bénéfices courants futurs actualisés. Ils sont mis en œuvre à l'aide du multiplicateur classique des résultats ou *Price Earning Ratio* (PER).

### *A. Price Earning boursier*

À titre d'illustration, on présentera le cas suivant.

Soit une entreprise dénommée CHATEL. Si l'on examine, à propos des différents critères évoqués plus haut, un certain nombre de sociétés proches de CHATEL, on verra, par exemple, que les PER de ces sociétés de référence s'établissent, en moyenne, aux niveaux suivants[1] :

Cours de bourse/bénéfice net relatif à une année

| | | |
|---|---|---|
| Année A | PER | 11 |
| Année A + 1 | " | 10,5 |
| Année A + 2 | " | 10 |

Les PER boursiers sont des multiples établis sur la base du bénéfice net, y compris résultat exceptionnel, seulement si celui-ci est prévisible, ce qui est rare. Il s'agit donc plutôt de PER calculés sur un bénéfice net courant.

Dans le calcul qui suit, on utilise également le bénéfice net courant de CHATEL prévu pour les années A, A + 1 et A + 2, le bénéfice net, y compris résultat exceptionnel, n'ayant pas fait, à ce jour, l'objet de prévisions dans le cas envisagé.

Valeur analogique de CHATEL

(en milliers d'unités)

| Bénéfice net courant de CHATEL | | PER de référence | | Valeur de CHATEL |
|---|---|---|---|---|
| 1 400 | × | 11 | = | 15 400 |
| 1 550 | × | 10,5 | = | 16 275 |
| 1 650 | × | 10 | = | 16 500 |

Selon le critère du PER comparé, la valeur de la société CHATEL est donc comprise entre 16 500 et 15 400.

Cependant, il faut tenir compte du fait que les cours de Bourse subissent une « décote de minorité ». Si celle-ci est supposée être, en l'occurrence, de 20%, on majorera en conséquence les chiffres obtenus. La fourchette de valorisation devient donc 20 625 à 19 250.

1. Les données prévisionnelles afférentes sont fournies par les bureaux d'analyse financière. À défaut de données prévisionnelles, on utiliserait les résultats de l'année écoulée A – 1.

### B. Bénéfices futurs actualisés et discounted free cash flow - Valeur boursière théorique

Sur le plan boursier, un calcul qui tient compte de flux futurs est difficile à réaliser pour l'évaluateur extérieur.

Toutefois, les sociétés tendent à fournir des prévisions et les organismes d'études économiques offrent des données de même type à l'échelle d'un secteur. Les prévisions relatives au *free cash flow* sont cependant plus difficiles à dresser que celles concernant le bénéfice courant pour ces mêmes observateurs externes. La variation future de besoin en fonds de roulement, notamment, ne s'apprécie aisément qu'à l'intérieur de l'entreprise.

Aux à-coups excessifs près, la Bourse semble utiliser, de manière plus ou moins consciente, la méthode des bénéfices futurs actualisés, associés à la valeur patrimoniale de sortie, pour procéder à l'établissement du cours des actions.

Ou, tout au moins, cette méthode permet d'établir une valeur boursière théorique, que l'on peut comparer avec la valeur boursière réelle, pour voir si celle-ci est en retrait ou supérieure à la valeur théorique. Dans le cas où la valeur théorique est inférieure à la capitalisation réelle, le titre serait plutôt à un cours de vente et, dans le cas inverse, il se situerait à un cours d'achat.

On examinera ce calcul de valeur théorique qui peut être fort instructif en matière boursière.

#### *a) Paramètres du calcul de la valeur boursière théorique*

La valeur des bénéfices actualisés tient compte :

- d'un taux d'actualisation,
- d'une prime de risque,
- d'un taux de croissance annuelle.

La durée retenue pour le calcul d'actualisation est normalement de dix ans. En effet, les prévisions économiques ne présentent plus guère de vraisemblance au-delà de cette durée.

D'ailleurs, en moyenne, la prolongation des calculs au-delà de dix ans (jusqu'à 20 ans, par exemple), ne modifie pas de façon sensible les résultats obtenus. En effet, tandis que les montants actualisés relatifs aux bénéfices augmentent, la valeur résiduelle des fonds propres diminue.

Pour un résultat prévu égal à 6% des fonds propres, avec une croissance annuelle faible (2%), une prime de risque de 5% et un taux d'intérêt réel de 2%, la valeur théorique au bout de 20 ans est très voisine de celle obtenue après 10 ans.

À noter que tous les calculs sont faits en euros constants. Un taux d'intérêt réel de 2% représente, en euros constants, un taux  facial de 4 à 5% ( taux réel de 2% + 2 à 3% d'inflation annuelle court terme et long terme).

La valeur du patrimoine à la sortie tient compte :

- d'un taux d'actualisation
- d'une prime de risque sur les actifs (faible en général)

– d'un taux de croissance annuelle (en principe nul, puisque les variations de fonds propres proviennent de l'évolution des résultats mis en réserve ; or, ces résultats sont déjà pris en compte dans le calcul des bénéfices actualisés).

*b) Exemple chiffré de valeur boursière théorique*

On reprendra les différents paramètres dans le tableau d'analyse ci-après. Ce tableau est, bien entendu, très simplifié.

**CALCUL D'UNE VALEUR THÉORIQUE BOURSIÈRE**

I. - Éléments d'évaluation

1° Valeur du patrimoine

Abattement ou réévaluation

*On pratique un abattement si le patrimoine paraît surévalué au dernier bilan connu et utilisé ou une réévaluation dans le cas inverse.*

2° Bénéfices

*Les bénéfices sont calculés en part groupe s'il s'agit de comptes consolidés.*

II. - Calculs d'évaluation

1° Caractères communs à l'actualisation du patrimoine et des bénéfices

*Actualisation calculée en monnaie constante, c'est-à-dire que le taux d'intérêt est réel (diminué du montant de l'inflation).*
*Le taux d'intérêt retenu est le taux des emprunts à long terme.*

| | | |
|---|---|---|
| *Par exemple, en France, taux :* | *4,5%* | *(taux nominal)* |
| | *-2,5%* | *(inflation court terme)* |
| | ______ | *et long terme* |
| *Taux réel à appliquer :* | *2%* | |

2° Caractères particuliers de l'actualisation du patrimoine

*L'actualisation ne tient pas compte d'une croissance annuelle du patrimoine puisque cette croissance provient en principe des bénéfices réinvestis et est donc prise en compte par ailleurs.*

*On ne retient que des variations spécifiques et non intégrées en résultat :*

- *plus-values latentes (exemple : immobilier),*
- *moins-values (exemple : mines, pour les dépréciations de gisements non prises en résultat)*

III. - Valeur boursière théorique de la société

Bénéfices actualisés + Patrimoine actualisé

*Cette valeur théorique est à comparer à la valeur réelle.*

On trouvera ci-après les fourchettes de calcul sur 10 ans et 20 ans relatives à une société type moyenne (tableau n° 1).

Puis un deuxième tableau donnera les montants obtenus sur 10 ans avec pour cet horizon les chiffres relatifs à une firme ayant de bonnes perspectives et ceux concernant une autre entreprise aux prises avec un avenir difficile.

**Tableau 1 - SOCIÉTÉ TYPE**
(en unités monétaires)

I. - Éléments d'évaluation

| | | |
|---|---|---|
| Valeur évaluée du patrimoine de la société | | 100 millions |
| Bénéfice | | 6 millions |
| Cours à la dernière date connue | | 108 |
| Nombre d'actions | 1,0 million | |
| Capitalisation boursière | | 108 millions |

| II. - Calculs d'évaluation | | 10 ans | 20 ans | |
|---|---|---|---|---|
| Valeur du patrimoine avec abattement | 0% | 100 | 100 | millions |
| Patrimoine actualisé sur 10 ou 20 ans au taux de | | -2,0% | -2,0% | |
| + croissance annuelle (en principe 0) | | 0,0% | 0,0% | |
| + prime de risque | | -3,0% | -3,0% | |
| Taux total d'actualisation du patrimoine | | -5,0% | -5,0% | |
| Bénéfices actualisés sur 10 ou 20 ans au taux de | | -2,0% | -2,0% | |
| + croissance annuelle | | 2,0% | 2,0% | |
| + prime de risque | | -5,0% | -5,0% | |
| Taux total d'actualisation des bénéfices | | -5,0% | -5,0% | |
| Au bout de : | | 10 | 20 | ans |
| Valeur résiduelle du patrimoine | | 61 | 38 | millions |
| Bénéfices actualisés | | 46 | 75 | |
| VALEUR THÉORIQUE DE L'ENTREPRISE | | 108 | 112 | millions |
| **Capitalisation boursière/Valeur théorique** | **=** | **100,3%** | **96,0%** | |

**Tableau 2 - SOCIÉTÉ TYPE SUR 10 ANS**

CALCULS COMPARÉS SELON QUE LA SITUATION
DE LA SOCIÉTÉ EST FAVORABLE OU DIFFICILE

(en unités monétaires)

| Situation : | Difficile | Favo-rable | |
|---|---|---|---|
| I. - Éléments d'évaluation | | | |
| Valeur du patrimoine par société | 100 | 100 | |
| Bénéfice | 7 | 7 | |
| Cours à la dernière date connue | 84 | 168 | |
| Nombre d'actions 1,0 million | | | |
| Capitalisation boursière | 84 | 168 | millions |
| II. - Calculs d'évaluation | | | |
| Valeur du patrimoine avec abattement 0% | 100 | 100 | |
| Patrimoine actualisé sur 10 ans au taux de | -2,0% | -2,0% | |
| + croissance annuelle (en principe 0) | -1,0% | +1,0% | |
| + prime de risque | -4,0% | -2,0% | |
| Taux total d'actualisation du patrimoine | -7,0% | -3,0% | |
| Bénéfices actualisés sur 10 ans au taux de | -2,0% | -2,0% | |
| + croissance annuelle | -3,0% | 5,0% | |
| + prime de risque | -7,0% | -4,0% | |
| Taux total d'actualisation des bénéfices | -12,0% | -1,0% | |
| Au bout de : 10 ans | | | |
| Valeur résiduelle du patrimoine | 51 | 74 | millions |
| Bénéfices actualisés | 40 | 66 | |
| VALEUR THÉORIQUE DE L'ENTREPRISE | 90 | 141 | millions |
| **Capitalisation boursière/Valeur théorique =** | **92,9%** | **119,4%** | |

L'application de cette méthode à des exemples réels montrerait que la Bourse applique de fait les formules simples étudiées plus haut. Il y a ainsi cohérence entre Bourse et évaluation d'entreprise. Ceci confirme, si besoin était, que les cotations boursières peuvent donc être utilisées à titre de référence pour l'évaluation de sociétés non cotées.

### 3. S'abstraire des données actuelles de la place de cotation

Les échantillons de comparaisons retenus peuvent être internationaux. Dans ce cas, après le calcul des multiples en valeur absolue, il faut établir des multiples relatifs qui permettent de neutraliser les conditions actuelles particulières de telle ou telle place de cotation. Par exemple, si New York est plus cher que Paris, il faut sous-pondérer le poids des sociétés américaines retenues.

Sur une base chiffrée, si le PER moyen à Paris est de 15 et que celui de New York est de 20, les sociétés américaines prises comme base de comparaison devront voir leurs ratios ramenés à 75% de leur valeur (15/20 = 75%). Une firme américaine de même nature que la société française à valoriser, qui présenterait un PER de 16, devrait être retenue pour un multiple de bénéfice de 12 (16 ×75% = 12).

Ce coefficient de pondération peut, bien entendu, être affiné par secteur d'activité. Si, dans tel secteur particulier, le PER à Paris est de 16, alors qu'il atteint 20 à New York, le coefficient en cause deviendra 80%.

## II. Comparer avec des transactions récentes hors Bourse

### 1. Disposer des éléments nécessaires

Examiner les prix pratiqués sur des transactions de nature voisine est évidemment un élément de confort très important dans le travail d'évaluation.

Pour effectuer cette comparaison de façon correcte, il faut, bien entendu, disposer de tous les éléments relatifs à la vente des sociétés utilisées comme base comparative.

Cette possibilité n'est pas nécessairement évidente. Même si on connaît le prix d'une transaction réalisée, la valeur affichée peut ne pas être exhaustive : par exemple, elle n'inclut pas certains compléments ou certaines minorations qui n'interviendront qu'ultérieurement, lorsque l'acquéreur sera en possession de la firme depuis plusieurs mois ou plusieurs années.

Ainsi, lorsque Saint-Gobain vendit la Société Générale d'Entreprises à la Compagnie Générale des Eaux, dans les années 80, le prix payé par la CGE fut pratiquement annulé lors des exercices qui suivirent, avec la mise en œuvre d'une clause draconienne de garantie de passif, au profit de l'acquéreur.

Le prix de vente peut aussi être accompagné d'avantages substantiels accordés à un ancien dirigeant (par exemple, salaire de faveur pendant plusieurs années). De tels avantages ne sont pas toujours rendus publics même si la pression de l'opinion publique joue pour plus de transparence.

Si on a pu mettre la main sur l'ensemble du prix, il convient de connaître également toutes les données financières de l'entreprise qui est la base de comparaison, pour mettre en regard ce prix et les critères correspondants (résultats et autres, vus précédemment).

### 2. Établir les ratios utilisés dans les transactions réalisées

À partir de ces données, on établira les ratios correspondants au prix de vente (PER, etc.). Ces ratios constatés à propos de la ou des transactions de référence seront appliqués à l'entreprise ciblée pour en déterminer la valeur.

Certains ratios ainsi calculés devront faire l'objet de retraitements en cas de particularités propres à chacune des firmes concernées ou ne pourront être utilisés. Ainsi, le prix d'une entreprise en perte ne peut faire l'objet d'un ratio PER. On peut cependant estimer un résultat normatif de la firme en cause et calculer un PER sur cette base[1].

En pratique, il est indispensable de disposer de plusieurs transactions de référence. On dressera un tableau avec une moyenne des ratios obtenus au titre de ces différentes entreprises ayant fait l'objet d'une cession.

### 3. Calculer la valeur de l'entreprise à estimer

Ces éléments permettront de calculer une valeur ou une fourchette de valeurs de l'entreprise à évaluer en vue d'une transaction.

## III. EXEMPLE CHIFFRÉ DÉTAILLÉ

On trouvera ci-après un exemple de valorisation par analogie pour la firme RIVALI. Les calculs sont basés sur les éléments du dernier exercice clôturé (A – 1).

1° Données relatives à des transactions sur des sociétés comparables à RIVALI

| Société | Capitalisation boursière ou prix de cession |
|---|---|
| CLAIRE | 9 460 |
| GOLD | 16 930 |
| HOLDY | 321 600 |
| MERS | 30 900 |
| TURNER | 18 300 |

1. Dans une telle approche, on retrouve la situation décrite à la fin du chapitre VI avec le modèle de Mac Kinsey : l'évaluation ne s'effectue plus sur la base des conditions intrinsèques de la cible, mais après prise en compte d'un plan de restructuration, souvent accompagné d'une refonte d'entités.

| Société | Résultats du dernier exercice clôturé | | | Multiples boursiers ou de cession | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Chiffre d'affaires | Bénéfice courant | Résultat net | Chiffre d'affaires/ capitalis. boursière | Capitalisation boursière divisée par : Bénéfice courant | Résultat net |
| CLAIRE | 47 740 | 1 120 | 928 | 5,0 | 8,4 | 10,2 |
| GOLD | 10 360 | 1 405 | 1 094 | 0,6 | 12,0 | 15,5 |
| HOLDY | 365 120 | 27 008 | 36 122 | 1,1 | 11,9 | 8,9 |
| MERS | 55 100 | 4 436 | 3 639 | 1,8 | 7,0 | 8,5 |
| TURNER | 26 100 | 512 | 496 | 1,4 | 35,7 | 36,9 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Moyenne pondérée | 2,0 | 15,0 | 16,0 |
| Moyenne tempérée[1] pondérée | 1,4 | 10,3 | 11,5 |

2° Application des données à RIVALI

| Données concernant RIVALI | Résultats | | |
|---|---|---|---|
| | Chiffre d'affaires | Bénéfice courant | Résultat net |
| | 92 106 | 8 574 | 9 559 |

Application des coefficients externes (formules)

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Moyenne pondérée | $\frac{92\ 106}{2,0}$ | (α) | 15,0 X 8 574 | (γ) | 16,0 X 9 559 | (ε) |
| Moyenne tempérée pondérée | $\frac{92\ 106}{1,4}$ | (β) | 10,3 X 8 574 | (δ) | 11,5 X 9 559 | (ϕ) |

1. La moyenne tempérée correspond à une moyenne calculée en excluant les valeurs extrêmes haute et basse.

3° Valorisation de RIVALI par analogie (résultats donnés par l'application des formules)

| | CA/ moyenne | Bénéfice courant X moyenne | Bénéfice net X moyenne |
|---|---|---|---|
| Moyenne pondérée | 46 038 (α) | 128 610 (γ) | 152 866 (ε) |
| Moyenne tempérée pondérée | 63 598 (β) | 88 312 (δ) | 110 159 (ϕ) |

La valorisation par analogie donne donc une fourchette de prix possibles. Les montants calculés par l'intermédiaire du chiffre d'affaires ont plus une valeur indicative que réelle.

De façon générale, la valorisation par analogie, si elle peut être effectuée dans des conditions convenables, c'est-à-dire avec des éléments de comparaison adéquats et précis, présente un grand intérêt. Elle est, par définition, réaliste et permet donc de vérifier les calculs obtenus par des voies plus théoriques.

Cependant, l'évaluation par analogie n'exclut pas les autres méthodes. En effet, le marché boursier notamment peut être soumis à des conditions particulières très ponctuelles et temporaires. L'utilisation des autres méthodes de valorisation permet de corriger ce que l'actualité immédiate pourrait introduire d'excessif, en plus ou en moins, dans le prix d'une entreprise.

Cette remarque est particulièrement vraie pour les start-up. Leur valorisation très élevée, dans l'ensemble, ne se justifie que si le taux de croissance également considérable de leurs résultats futurs, tel qu'il est envisagé, est fiable et durable, de façon individuelle. En effet, ces éléments doivent être étudiés séparément pour chaque société prise en considération. Le caractère de « start up » (souvent dans les nouvelles technologies : nano-, bio-, etc.) ne suffit pas à justifier automatiquement une valorisation très forte de cette firme.

## Clés d'accès

### Chapitre 8 - Associer toutes les méthodes d'évaluation

*Associer tous les différents types de méthodes d'évaluation ou privilégier certaines d'entre elles :*

**I. - Utiliser les méthodes les plus adaptées au cas d'espèce**

☞ *La nature d'une entreprise peut justifier une typologie particulière d'évaluation*

**1. Agriculture et mines (secteur primaire)**

**2. Industrie et fabrications artisanales (secteur secondaire)**

**3. Services (secteur tertiaire)**

Banques, assurances, presse, radio et télévision, services informatiques, sociétés immobilières, commerce et distribution

**II. - Mettre en regard les méthodes pour vérifier la cohérence des résultats obtenus**

☞ *Cependant il est intéressant de comparer les montants obtenus par les différentes méthodes.*

**III. - Examiner les convergences ou divergences constatées**

☞ *Bien entendu, les méthodes basées sur le rendement poussent à la hausse les entreprises très bénéficiaires*

**IV. - Calculer une valeur moyenne ou établir une fourchette de prix ?**

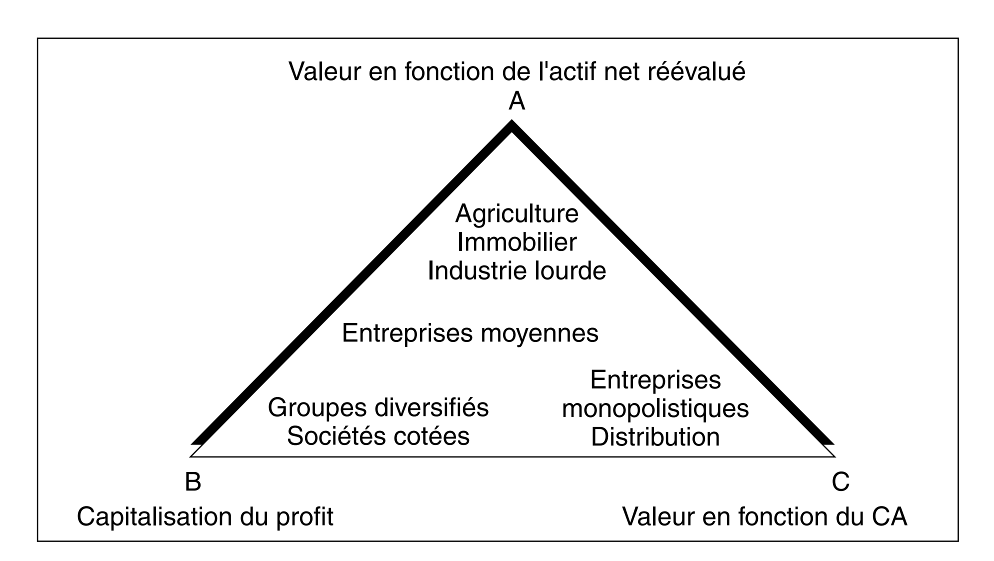
## Chapitre 8

# ASSOCIER TOUTES LES MÉTHODES D'ÉVALUATION

On reprendra en l'élargissant, l'idée déjà émise aux chapitres VI et VII, selon laquelle il est préférable d'associer, quand c'est possible, toutes les méthodes d'évaluation. Cette association peut d'ailleurs être sélective et favoriser ainsi certaines méthodes par rapport à d'autres.

## I. UTILISER LES MÉTHODES LES PLUS ADAPTÉES AU CAS D'ESPÈCE

BRILMAN et GAUTIER[1] ont considéré que les trois axes d'évaluation d'une entreprise étaient : sa rentabilité, son actif net et son chiffre d'affaires. Selon leur nature, les secteurs économiques privilégieraient les méthodes axées plus particulièrement sur chacun de ces pôles. Ces préférences se manifesteraient selon le schéma suivant :




1. BRILMAN et GAUTIER, *Évaluation des entreprises et des droits sociaux* - Hommes et Techniques, 1976.

Ce classement rend bien compte de certains aspects et ouvre des pistes de recherche très intéressantes.

À noter que la valorisation en fonction du chiffre d'affaires laisse la priorité aux calculs basés sur le profit en ce qui concerne les entreprises dites « monopolistiques » et la grande distribution.

Dans la pratique, il paraît souhaitable d'utiliser en priorité les méthodes d'évaluation qui conviennent le mieux aux deux parties pour parvenir à un prix qui emporte leur consensus.

On examinera les applications plus particulièrement adaptées à certains secteurs économiques. Ces méthodes peuvent rejoindre des raisonnements spécifiques auxquels les intéressés sont habitués.

## 1. Agriculture et mines (secteur primaire)

### *A. Entreprises agricoles*

Il faut distinguer entre ces entreprises, selon qu'elles disposent ou non d'un patrimoine foncier.

#### *a) Entreprises agricoles détenant un patrimoine foncier*

L'importance financière des actifs fonciers est considérable dans les firmes agricoles lorsque le chef d'entreprise ou la société exploitante sont propriétaires des sols et des bâtiments. Aussi, dans ce cas de figure, le poids de l'actif net réévalué est prépondérant dans la valorisation.

Ce sera donc cet actif net réévalué qui sera préconisé comme premier paramètre pour l'évaluation de l'entreprise. La rentabilité sera étudiée en parallèle.

Toutefois l'incidence très forte des variations climatiques sur le montant des résultats rend difficiles des prévisions de bénéfices, même à court terme. On considérera donc les résultats déjà réalisés des trois (ou cinq) derniers exercices. Ce résultat de la firme sera capitalisé par un multiple approprié.

Actif net et résultat pourront être associés de la façon suivante :

$$\text{Valeur de l'entreprise agricole} = \frac{\text{Actif net réévalué} \times 4 + \text{Résultat capitalisé}}{5}$$

Il convient de signaler que le capital d'exploitation (actifs autres qu'immobiliers) prend de plus en plus d'importance par rapport au capital foncier.

Soit une ferme de 50 hectares détenus en pleine propriété par l'exploitant et dont l'actif net réévalué s'établit à :

| | | |
|---|---|---|
| Terrains | 150 000 | (capital foncier) |
| Bâtiments | 120 000 | " " |
| Cheptel | 60 000 | (capital d'exploitation) |
| Matériel | 30 000 | " " |
| Stocks | 10 000 | " " |
| Actif | 370 000 | |
| Dettes financières | (-20 000) | |
| Actif net | 350 000 | |

Par ailleurs, le résultat net (c'est-à-dire, en fait, la rémunération annuelle de l'exploitant), s'est établi en moyenne, depuis trois ans, à 20 000 euros.

En prenant un multiple (peu élevé) de ce résultat égal à 5, la valeur de la ferme ressort à :

(en euros)

| Actif net | Résultat capitalisé | Valeur de la ferme |
|---|---|---|
| | | |

$$\frac{(350\,000 \times 4) + 100\,000}{5} = 300\,000$$

Il peut paraître bizarre qu'une entreprise bénéficiaire ait une valeur inférieure à celle de son actif net réévalué.

Toutefois, il est nécessaire de considérer les points suivants :

- d'une part, le rendement est finalement médiocre : 20 000 euros mis en regard de 0,3 million donnent un rapport de 6,7%, ce qui est faible, car il faut prévoir une prime de risque élevée. Intérêt théorique de 2% et prime de risque réunis feraient normalement plus de 6,7%. Et surtout, ce rendement inclut la rémunération du temps du chef d'entreprise. Si celui-ci était salarié et que son salaire, majoré des charges sociales, vienne donc s'ajouter aux dépenses du compte d'exploitation, le résultat serait nul, voire même plutôt négatif.
- d'autre part, il ne serait pas possible de vendre dans l'immédiat chacun des actifs de la ferme (immobilisés en grande partie, par définition). Il y aurait un délai d'attente, qui rendrait donc indispensable une actualisation des valeurs vénales dans le cas d'une valorisation exclusivement faite sur une base patrimoniale.

Un autre manière de raisonner consiste à calculer une valeur patrimoniale à laquelle est ajoutée la valeur du *goodwill* capitalisé.

En l'espèce, le *goodwill* peut être calculé ainsi qu'il suit : dans une logique totalement capitalistique, la rémunération du capital doit être déterminée après déduction des charges de personnel, y compris celles afférentes au chef d'entreprise.

En l'occurrence, si la ferme était achetée par un non-exploitant qui prenne un gérant, on pourrait admettre que le coût annuel de celui-ci serait de 24 000 euros. Le résultat net deviendrait une perte de (4 000) au lieu d'un bénéfice de 20 000.

Ce *goodwill* négatif serait à capitaliser avec le taux suivant :

| | |
|---|---|
| Taux d'intérêt | 2% |
| Aléa | 6% |
| Taux d'actualisation | 8% |

Sur 20 ans, la valeur actualisée du *goodwill* serait de -42 414 euros.

La valeur de l'entreprise s'établirait donc à :

(en milliers d'euros)

| Valeur patrimoniale | + *Goodwill* actualisé | | Valeur de la ferme |
|---|---|---|---|
| 350 = | (42) | = | 308 |

Au cours de son congrès en 2003, le Centre National des Jeunes Agriculteurs a proposé une méthode d'évaluation qui combine valeur patrimoniale et valeur de rendement.

La valeur de rendement est calculée en fonction du résultat courant moyen annuel, retraité de la rémunération et du confort de l'exploitant. À ce résultat est appliqué un taux de rendement qui est celui des obligations des sociétés privées. Si par exemple, le résultat courant retraité ressort à 18 000 euros en moyenne sur les 3 dernières années et que le taux de rendement applicable est de 5%, la valeur de rendement sera alors égale à 18 000/5% = 360 000 euros.

Le poids relatif donné à la valeur patrimoniale et la valeur de rendement est fonction de 4 critères que sont la nature de l'actif, le pouvoir de décision de l'exploitant, l'investissement en temps de l'exploitant et la fréquence des départs d'associés.

Si l'on prend comme valeur patrimoniale 440 000 euros et que l'on considère que la valeur de rendement pèse pour 60% dans la valeur totale, compte tenu de l'analyse des critères décrits ci-dessus, la valeur de l'exploitation devient alors égale à :

440 000 x 40% + 360 000 x 60% = 392 000 euros.

Signalons pour autant qu'en France, un grand nombre d'évaluations se fonde encore sur l'addition des différentes valeurs vénales des éléments constitutifs de la valeur patrimoniale de l'entreprise et de son prix, sans autre correctif.

On mentionnera également le fait que l'Administration de l'Enregistrement raisonne traditionnellement sur la base de cette valeur vénale de chacun des éléments qui composent l'exploitation agricole et tend à rehausser les évaluations faites lors de cessions et de successions, lorsque celles-ci introduisent une décote sur la valeur vénale, pour tenir compte des résultats.

La plupart des autres pays admettent une « valeur d'exploitation » plus basse que la valeur vénale.

*b) Entreprises agricoles sans patrimoine foncier*

L'évaluation d'une ferme dépourvue de patrimoine foncier rejoint celle d'un fonds de commerce. Ne sont à prendre en considération que les résultats et les actifs d'exploitation.

L'exemple précédemment décrit devient :

| | |
|---|---|
| Cheptel | 60 000 |
| Matériel | 30 000 |
| Stocks | 10 000 |
| Capital d'exploitation total | 100 000 |
| Dettes financières | (-20 000) |
| Actif net | 80 000 |

Par ailleurs, le résultat net, en fait la rémunération de l'exploitant, demeure établi en moyenne depuis trois ans à 20 000 euros.

En prenant un taux de capitalisation égal à 5, la valeur de la ferme est de :

(en euros)

| Actif net | | Résultat capitalisé | | Valeur de la ferme |
|---|---|---|---|---|
| $\frac{(80\,000 \times 4) + 100\,000}{5}$ | | | = | 84 000 |

Dans ce second cas, la ferme ne peut guère être achetée par un non-exploitant[1]. Il n'y aurait donc guère lieu de procéder à un calcul au titre de l'hypothèse évoquée plus haut, qui met en jeu l'existence d'un salarié gérant.

### B. Mines

Les entreprises minières posent des problèmes particuliers en matière d'évaluation de la valeur patrimoniale et du rendement à venir.

1. En effet, seule l'existence d'un patrimoine foncier intéresse en général un candidat acquéreur extérieur au monde agricole.

La valeur d'une mine ne réside évidemment pas dans ses résultats passés, mais dans ceux que l'on pourra tirer des réserves de minerai dont elle dispose. Ce raisonnement, fondé sur les ressources futures, est d'ailleurs traditionnel en ce domaine et très antérieur aux considérations de même nature, faites de manière beaucoup plus récente pour l'ensemble des entreprises industrielles et commerciales.

Soit une compagnie pétrolière dont l'unique bien est un gisement évalué à 100 millions de barils de pétrole[1].

Si l'on estime que l'exploitation durera 10 ans et qu'un bénéfice de 4 dollars est obtenu pour chaque baril extrait, le bénéfice annuel sera égal à :

100 millions/10 années × 4 $US = 40 millions $US

La valeur de la compagnie sera donc constituée par la seule valeur actualisée de ce bénéfice. En effet, à la fin de l'exploitation, la valeur du gisement épuisé sera nulle et la valeur de revente des équipements de production peut être considérée comme très faible.

Le taux d'actualisation sera à fixer de façon très prudente. En effet, le bénéfice par baril est éminemment instable, du fait des variations des cours du pétrole. Par contre, la compagnie peut découvrir un nouveau gisement, compte tenu des recherches menées, dont le coût est pris en compte dans la détemination du bénéfice de 40 millions de $US. Dans ce cas, postérieurement à la fin du premier gisement, l'exploitation serait poursuivie ailleurs et cela est un aléa positif. On retiendra donc :

| | |
|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit | 2% |
| Taux d'inflation à court terme | P.M. |
| Taux d'inflation à long terme | P.M. |
| Prime de risque | 10% |
| Aléa positif d'un nouveau gisement éventuel | -2% |
| Taux d'actualisation retenu | 10% |

Sur ces bases, la valeur de la compagnie sera égale à 270 millions $US.

Bien entendu, les calculs ne sont jamais aussi simples dans la réalité. La compagnie peut déjà disposer de plusieurs gisements. Elle peut aussi avoir en aval une activité de raffinage.

Dans un cadre également plus complexe que le schéma dépeint précédemment, le chiffrage ci-dessus est également applicable à l'ensemble des compagnies minières.

Appliqué à une mine d'or, par exemple, il faudra aussi tenir compte de l'extraction concomitante éventuelle d'autres métaux (uranium, etc.).

La prime de risque devra aussi inclure les risques géopolitiques possibles dûs à la situation du pays où se déroule l'extraction.

1. 1 tonne de pétrole # 7 barils.

## 2. Industrie et fabrications artisanales (secteur secondaire)

Le secteur industriel est celui qui applique le plus les méthodes d'évaluation courantes décrites au début de la deuxième partie. En effet, les firmes industrielles sont celles qui correspondent le mieux au modèle classique de l'entreprise.

Une des raisons en est que, dans l'industrie, un lien plus étroit qu'ailleurs existe entre les actifs d'exploitation (qui n'ont souvent guère de valeur par eux-mêmes, hors utilisation directe) et la rentabilité de cette exploitation. La donnée *rentabilité* est donc fondamentale comme elle l'est dans les formules standard d'évaluation.

## 3. Services (secteur tertiaire)

### *A. Banques*

En France, le secteur bancaire a vécu longtemps dans un contexte particulier du fait des nationalisations qui avaient affecté la quasi-totalité de la profession. Aussi, dans ce cadre particulier, le secteur avait déterminé lui-même ses règles d'évaluation.

Le système adopté pour les banques de détail et d'investissement a évolué au même titre que les méthodes d'évaluation des entreprises industrielles. Ainsi, si la valeur patrimoniale a joué un rôle important dans les évaluations, c'est aujourd'hui l'estimation des flux futurs (dividendes reçus ou résultats nets), assortis des ajustements de capitaux nécessaires pour accompagner le développement de la banque cible, qui sont pris en compte.

Jusqu'alors, la valeur de la banque était considérée comme égale à l'addition de ces deux termes :

| Valeur banque = Valeur patrimoniale + Valeur fonds de commerce |
|---|

Différentes formules relatives au calcul du fonds de commerce avaient été mises au point par la profession, dans le cadre du rachat de petites banques par les grands établissements.

En raison du contexte d'utilisation de ces méthodes, il y était donné une grande importance aux « stocks » des dépôts de la clientèle. Selon la méthode utilisée, la valorisation du fonds de commerce était une moyenne arithmétique de :

- Un pourcentage des dépôts à vue et à terme ;
- Un pourcentage du produit net bancaire moyen des trois derniers exercices ;
- La moyenne des bénéfices avant impôt des trois derniers exercices capitalisés à un taux donné.

Aujourd'hui, la valorisation d'une banque se fonde sur la méthode des DCF (*discounted cash flows*).

Dans un premier temps, on estime la valeur annuelle des dividendes ou, par défaut, des résultats nets attendus (RN), valeur que l'on diminue du montant des capitaux

complémentaires (CC) nécessaires pour couvrir de façon raisonnable l'encours des crédits. Le montant des capitaux complémentaires est *a minima* celui qui est requis par la réglementation en matière bancaire (notamment en fonction des règles dites de Bâle II). En pratique, le montant des capitaux nécessaires est à la fois fonction du type d'activité de la banque (banque à faible aléa comme la banque de détail et le crédit à la consommation, ou à plus fort risque comme la banque d'investissement) et de l'environnement géopolitique de ladite banque.

Par exemple, dans le cas d'une banque de détail en France, le montant des capitaux supposés nécessaires pourra être évalué par l'acquéreur à 7% des crédits (la réglementation exige un taux minimal de 4%). Ces capitaux devront correspondre à un taux supérieur s'il s'agit d'une banque d'investissement. Le taux retenu sera encore plus élevé si cette banque est dans un pays émergeant.

Dans un deuxième temps, on estime une valeur terminale (VT) de revente de la banque, valeur elle-même fonction du développement estimé de la banque au-delà de l'horizon de temps étudié. Cette valeur de revente est souvent fondée sur la formule de Gordon Shapiro (*cf*. Chapitre 4 ; III.4).

Enfin, on actualise l'ensemble de ces flux futurs sur la base d'un taux lui-même déterminé selon la méthode du MEDAF (*cf*. Chapitre 2 ; II.2.C). En pratique, ce taux d'actualisation t est la somme de :

+ taux sans risque (de l'ordre de 4% aujourd'hui)
+ prime de risque des actions dans un pays mature (en général compris entre 4 et 5%)
+ la prime de risque supplémentaire si la banque se trouve dans un pays émergeant[1]
+ éventuellement une prime de risque spécifique à la banque visée.

En conclusion, la valeur V d'une banque est aujourd'hui déterminée selon la formule suivante :

$$V = (RN_1 - CC_1)/(1 + t) + (RN_2 - CC_2)/(1 + t)^2 + \ldots + (RN_n - CC_n)/(1 + t)^n + VT/(1 + t)^{n+1}$$

### B. Assurances

Les compagnies d'assurances sont des entreprises assez difficiles à analyser.

En effet, leurs résultats sont fonction des sinistres à couvrir (au moins pour celles qui exercent l'activité IARD, l'assurance-vie offrant des marges plus régulières).

Leurs résultats prévisionnels sont donc peu aisés à établir, sauf à avoir des statistiques fiables en matière de taux Sinistre/Prime, c'est-à-dire savoir évaluer, poste par poste, le montant de remboursement des sinistres comparativement aux primes perçues.

1. Dans les pays émergeants, le marché des actions étant souvent peu développé, la prime de risque s'évalue par analogie avec la prime constatée sur les taux d'intérêt offerts par les obligations de l'État considéré.

Leur patrimoine, très important, appartient d'une certaine manière, pour une part souvent difficile à déterminer, aux assurés. La valeur patrimoniale des compagnies, souvent considérable et qui pourrait jouer un rôle majeur dans l'évaluation, est donc incertaine.

Comme pour les banques, la réglementation impose que les capitaux de la compagnie atteignent un montant minimal permettant d'assurer leur solvabilité et de garantir la protection des assurés en cas de difficulté financière. L'évaluation doit tenir compte des capitaux complémentaires qui doivent être apportés pour accompagner le développement de la compagnie évaluée.

En dépit de ces difficultés, l'évaluation des compagnies d'assurance se fonde aujourd'hui sur la méthode des flux futurs actualisés, selon une méthode relativement analogue à celle décrite pour les établissements bancaires.

### *C. Presse*

Les entreprises de presse sont justiciables des critères habituels de valorisation, avec les particularités suivantes.

Dans cette activité, le paramètre « chiffre d'affaires », plutôt peu utilisé pour les firmes d'une certaine importance, est assez pertinent. En effet, il donne une idée des recettes de publicité qui, en pratique, assurent la rentabilité d'un quotidien ou d'un périodique.

Par ailleurs, un journal est une tribune, dont l'influence pour le propriétaire ne se mesure pas qu'en termes de résultats comptables au niveau de ce même journal. Les retombées indirectes, dues à la possession d'un grand titre de presse, doivent entrer en ligne de compte dans l'évaluation effectuée. Mais il n'est pas envisageable de donner de règle chiffrée à ce sujet. Au mieux, seules des comparaisons sont possibles, en relevant les chiffres de cession relatifs à des entreprises ayant un poids similaire.

### *D. Radio et télévision*

La publicité constitue la plus grosse part des recettes des chaînes privées de radio et de télévision. Il en résulte que plus l'impact et l'audience d'une chaîne sont élevés, plus elle est rentable (même phénomène que pour la presse).

Le choix des programmes et la qualité de l'équipe d'animation ont donc une grande importance dans l'estimation. En revanche, les moyens matériels d'exploitation (immeubles, équipements) sont relativement peu onéreux et ne nécessitent pas la mise en œuvre d'infrastructures considérables. Cependant une chaîne doit aussi disposer d'un stock de programmes. La valorisation de ce stock est un élément majeur de l'évaluation.

Ces programmes sont de deux types différents :

- programmes produits par la chaîne, dont on connaît le prix de revient mais pas la valeur commerciale ;
- programmes achetés à l'extérieur sur la base de leur valeur commerciale. Toutefois dans le cas de programmes étrangers, la valeur de diffusion (par exemple

sur le marché nord-américain) et donc d'acquisition, peut ne pas se retrouver dans l'impact qui sera réalisé en France.

Dans le domaine des programmes, la valorisation s'effectuera selon les modalités examinées à propos des immobilisations incorporelles.

### *E. Services informatiques et autres sociétés de services en phase de décollage - sociétés fondées sur les nouvelles technologies*

L'actif principal d'un groupe informatique ou d'une jeune société de conseil réside dans le savoir-faire de ses équipes. Ce savoir-faire se mesure sur l'importance des parts de marché[1], comme il est fréquent dans les industries très récentes. Aussi, le critère « chiffre d'affaires » joue un rôle important dans l'évaluation.

### *F. Sociétés immobilières*

Pour les sociétés immobilières, la valeur patrimoniale constitue un paramètre de base. Toutefois, le prix des immeubles est en grande partie lié à leur rendement et il est donc possible d'utiliser les méthodes classiques d'évaluation.

### *G. Commerce et distribution*

On a vu les méthodes d'évaluation par le chiffre d'affaires pour le petit commerce. Pour le grand commerce, les méthodes classiques d'évaluation interviennent.

De manière générale, le commerce requiert relativement peu d'immobilisations matérielles. Par contre, la notion de *fonds de commerce* et sa valorisation sont évidemment fondamentales.

Au total, les sociétés du secteur tertiaire, sauf quelques exceptions notables (assurances, sociétés immobilières) se caractérisent par une faible importance de l'actif net corporel nécessaire à l'exploitation et donc par une prépondérance des méthodes d'évaluation liées à la rentabilité. Pratiquée de façon annexe, l'utilisation du chiffre d'affaires correspond en fait à la valorisation implicite d'un résultat potentiel sous-jacent lié au volume de l'activité.

## II. Mettre en regard les méthodes pour vérifier la cohérence des résultats obtenus

La panoplie des méthodes d'évaluation est grande. Il est donc intéressant de comparer les différents résultats obtenus par leur application.

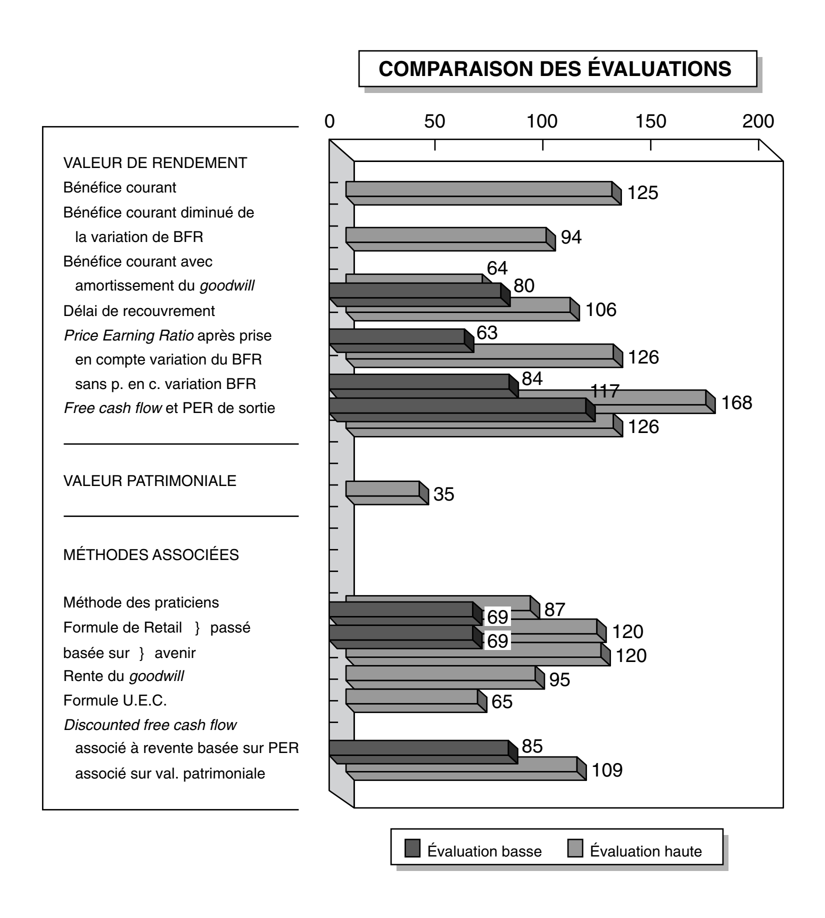
Pour ce faire, on reprendra les évaluations successives réalisées à propos de la société déjà prise en exemple.

1. Ainsi, dans son bilan consolidé, la société CAP GEMINI comptabilise les écarts d'acquisition considérables relatifs aux filiales acquises, sous l'intitulé « parts de marché ».

**Évaluation de la société RIVALI**

(en milliers d'unités)

| MÉTHODE D'ÉVALUATION UTILISÉE | | | Évaluation Basse | Évaluation Haute | Référence |
|---|---|---|---|---|---|
| VALEUR DE RENDEMENT | | | | | |
| Bénéfice courant | 20 ans | | | 125 | p. 164 |
| Bénéfice courant diminué de la variation de BFR | | | | 94 | p. 164 |
| Bénéfice courant avec amortissement du *goodwill* | 20 ans | | | 64 | p. 165 |
| Délai de recouvrement | 10 à 15 ans | | 80 | 106 | p. 166 |
| *Price Earning Ratio* après prise en compte variation BFR | 10 à 20) | P | 63 | 126 | p. 167 |
| | ) | E | | | |
| sans prise en compte variation BFR | 10 à 20) | R | 84 | 168 | p. 167 |
| *Free cash flow* associé à PER de sortie | | | 117 | 126 | p. 168 |
| VALEUR PATRIMONIALE | | | | 35 | p. 175 |
| MÉTHODES ASSOCIÉES | | | | | |
| Méthode des praticiens | | | | 89 | p. 182 |
| Formule de Retail basée sur le passé | | | 69 | 120 | p. 183 |
| l'avenir | | | 69 | 120 | p. 183 |
| Rente du *gooodwill* | | | | 95 | p. 184 |
| Formule UEC | | | | 65 | p. 185 |
| *Discounted free cash flow* | 10 à 20 ans | | | | |
| associé à la valeur de revente basée sur la valeur patrimoniale | | | 85 | 109 | p. 187 |
| MOYENNE VALEUR DE RENDEMENT | | | 86 | 116 | |
| VALEUR PATRIMONIALE | | | 35 | 35 | |
| MÉTHODES ASSOCIÉES | | | 74 | 100 | |
| MOYENNE GÉNÉRALE (Hors valeur patrimoniale) | | | 81 | 108 | |
| ÉCART MOYEN | | | 12 | 22 | |




Bien entendu, le présent graphique ne reflète que le cas particulier de la firme RIVALI et non pas toutes les situations possibles. Pour d'autres entreprises, les écarts entre les différentes méthodes d'évaluation se présenteraient de façon autre. Mais ce schéma donne une idée des variations qui peuvent exister au niveau des chiffrages obtenus.

## III. Examiner les convergences ou divergences constatées

On partira donc de ce graphique pour examiner les convergences et divergences constatées.

En premier lieu, on peut voir qu'en moyenne et hors prise en compte de la valeur patrimoniale, la valorisation varie de 81 (évaluation basse) à 108 (évaluation haute) et que, pour les deux hypothèses, l'écart moyen représente respectivement 15% et 20% des valeurs trouvées. C'est dire que l'évaluation n'est pas une science exacte mais un « point d'ancrage » nécessaire à toute discussion ultérieure.

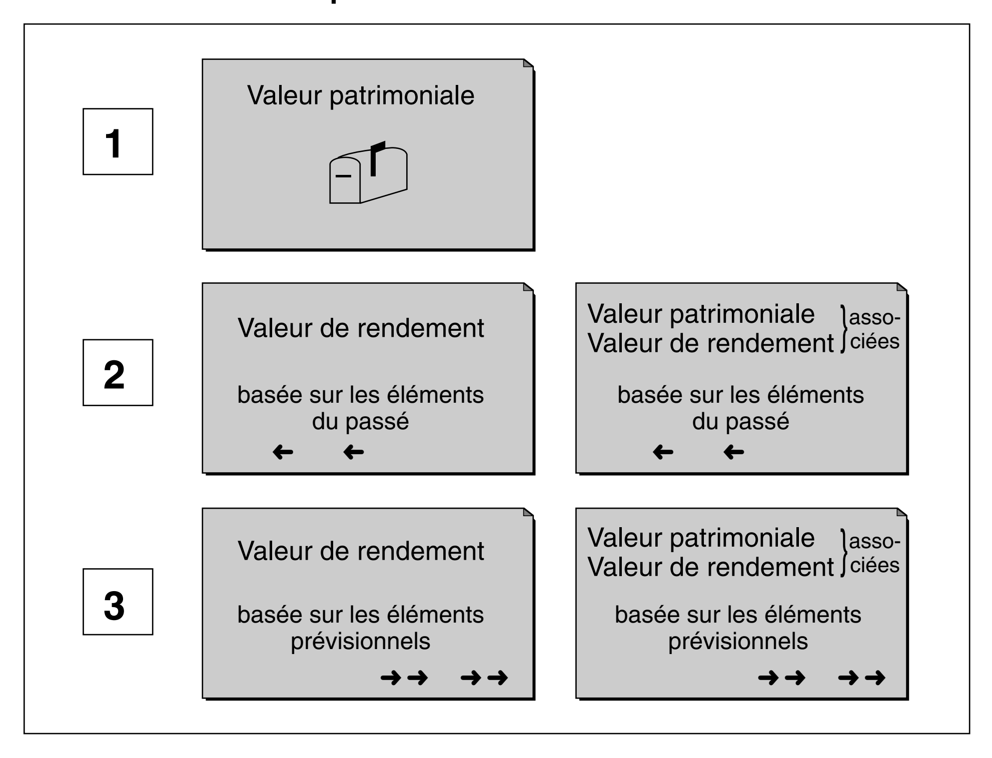
En deuxième lieu, on remarquera que la valeur patrimoniale est très nettement inférieure à la valeur moyenne de rendement. La société étudiée RIVALI a en effet une forte capacité bénéficiaire par rapport à ses ressources en fonds propres. Elle est donc avantagée par une utilisation majeure de la capitalisation des rendements.

Cette rentabilité élevée ne se retrouve pas dans toutes les entreprises, tant s'en faut. Toutefois, en tout état de cause, la dynamique d'un espoir bénéficiaire déjà largement concrétisé vaut évidemment beaucoup plus que la simple présence d'un actif existant[1].

On remarquera que les méthodes récentes (basées notamment sur le *discounted free cash flow*) avantagent les sociétés bénéficiaires, par rapport aux méthodes plus anciennes (praticiens, Retail, UEC). Cette évolution est conforme à l'esprit économique qui règne depuis les années 80 et qui donne une grande priorité au profit.

Le schéma qui suit montre la prépondérance successive accordée à chacune des grandes données relatives aux évaluations.

**Historique des méthodes d'évaluation**




1. La valeur patrimoniale est un indicateur de la valeur réelle de l'entreprise. Si elle est supérieure à la valeur boursière, la société vaut plus par son passé que pour son avenir. Dans le cas inverse, qui est heureusement le plus fréquent, le prix de la firme vaut par son futur, comme il se doit.

## IV. Calculer une valeur moyenne ou établir une fourchette de prix ?

Les calculs d'évaluation peuvent être présentés sous la forme d'un chiffre unique ou d'une fourchette de prix.

Dans le premier cas,

- soit on retient la valeur donnée par une seule formule, mais ce procédé apparaît bien réducteur,
- soit on tire une moyenne de plusieurs formules en retenant celles qui paraissent les plus adaptées à la nature de l'entreprise étudiée.

Si l'on se reporte à diverses constatations faites dans ce chapitre, la fourchette de prix semble certainement plus réaliste. On a vu les difficultés pour parvenir à établir une valorisation et les résultats différents fournis par les méthodes d'évaluation. Dans un premier temps, il est donc plus sage de fixer les limites hautes et basses de l'évaluation, plutôt que de prétendre donner « le prix » exact d'une entreprise.

Ce prix, auquel interviendra la transaction, sera le fruit de la négociation et de la volonté finale des parties.

# Troisième partie



## Évaluer dans le cadre de situations particulières

Le montant de l'évaluation peut être modifié lorsque cette dernière s'effectue dans le cadre de situations particulières ou lorsque certaines modalités d'accompagnement financier sont prévues dans la transaction.

On examinera successivement ces deux aspects.

## Clés d'accès

# Chapitre 9 - Cas particuliers d'évaluation

## I. - Évaluer une entreprise en difficulté

**1. Les pertes réalisées par une entreprise rendent difficile l'utilisation de certaines formules d'évaluation traditionnelles**

**2. Certaines méthodes d'évaluation classiques demeurent néanmoins utilisables**

**3. Méthodes d'évaluation spécifiques (formule de Schnettler et autres)**

☞ *Ramener la valeur patrimoniale à un prix de cession, ce qui conduit à des résultats compatibles avec ce prix de cession*

**4. Méthodes les plus pertinentes**

☞ *Valorisation par les flux futurs*

## II. - Évaluer une entreprise rachetée dans des conditions particulières

**1. Évaluer lors d'un *Leverage Buy Out* (LBO)**

☞ *Évaluer une entreprise dont l'achat sera financé par les résultats futurs de cette entreprise*

**2. Évaluer lors d'un RES (rachat d'une entreprise par ses salariés)**

☞ *Cas particulier de la formule précédente*

**3. Évaluer dans le cadre d'une expropriation**

- Expropriation pour utilité publique
- Expropriation au bénéfice du secteur privé

**4. Évaluer lors d'une succession**

## III. - Évaluer les holdings

☞ *Une holding vaut-elle plus ou moins que la somme de ses participations ?*

**IV. - L'évaluation fiscale**

**1. Évaluation des sociétés et des entreprises personnelles**

☞ *Méthodes d'évaluation retenues par l'Administration*

- Entreprise individuelle
- Entreprise sociétaire

**2. Périmètre de l'entreprise personnelle dans le cadre de l'ISF**

**V. - Évaluer seulement une partie de l'entreprise**

☞ *Cas des cessions ou apports partiels d'actif*

**VI. - Évaluer des droits démembrés relatifs à l'entreprise**

**1. Valeur respective du droit de vote et du droit pécuniaire**

**2. Évaluer le droit pécuniaire seul**

(cas des actions de préférence et certificats d'investissement)

**3. Évaluer le droit de vote seul**

(différentiel entre actions ordinaires et actions de préférence et certificats d'investissement sans droit de vote)

**4. Évaluer un droit d'option sur tout ou partie du capital d'une entreprise**

**Mots clés à voir éventuellement dans le lexique :**

✓ **Comptes « pro forma »**

Chapitre

# 9 CAS PARTICULIERS D'ÉVALUATION

Hormis le cas des transactions boursières qui se font dans un cadre relativement standardisé, toutes les évaluations d'entreprises sont, à vrai dire, des cas particuliers, bien qu'on leur applique des formules généralisées d'estimation. Cependant, un certain nombre de situations sont si singulières qu'elles nécessitent des typologies d'évaluation spécifiques. Ce sont elles que l'on décrira dans ce chapitre.

## I. ÉVALUER UNE ENTREPRISE EN DIFFICULTÉ

Le cas de l'entreprise en difficulté à évaluer est une situation que l'on rencontre malheureusement assez fréquemment. En effet, la prolongation de la vie de certaines firmes passe par un changement de propriétaire. L'acquéreur pourra apporter des capitaux ou être meilleur gestionnaire que son prédécesseur. En vue d'un tel transfert, une évaluation sera donc nécessaire.

### 1. Les pertes réalisées par une entreprise rendent difficile l'utilisation de certaines formules d'évaluation traditionnelles

Quand une entreprise réalise des pertes, on ne peut plus se fonder sur ses résultats passés pour calculer un certain nombre de ratios utilisant les notions dont le montant devient négatif (bénéfice net, voire *free cash flow*).

Capitaliser ces pertes reviendrait alors à donner à l'entreprise une valeur négative. À vrai dire, une telle « valorisation » n'est pas nécessairement absurde. Il arrive qu'un vendeur paie l'acheteur pour être débarrassé d'une activité en perte qui lui coûte chaque année. Toutefois, dans beaucoup de cas, une entreprise dont les résultats sont en perte conserve une valeur économique positive, ne serait-ce que par l'espoir de leur redressement à venir.

En ce qui concerne la valeur patrimoniale, il est plus rare qu'elle soit devenue négative : c'est le cas des entreprises dont les dettes sont supérieures à l'actif réel. Une telle situation signifie que l'entreprise ne peut plus vivre à court terme, sans une injection de capitaux frais.

## 2. Certaines méthodes d'évaluation classiques demeurent néanmoins utilisables

Les méthodes décrites précédemment restent valables lorsqu'elles utilisent exclusivement celles des données qui demeurent positives. Par exemple, une entreprise en perte pourra avoir encore un *free cash flow* positif après variation de trésorerie. Ce sera le cas si l'entreprise est malgré tout en croissance et si cette augmentation de l'activité génère des disponibilités nettes supplémentaires (cas du bâtiment ou de la distribution). Dans une telle situation, la variation de trésorerie d'un exercice à l'autre accroît le *free cash flow*.

En revanche, si les critères de rentabilité sont tous de signe négatif, l'estimation de l'entreprise devient très difficile dans le cadre des formules habituelles.

## 3. Méthodes d'évaluation spécifiques (formule de Schnettler et autres)

### A. Principe

Même dans le cas d'une entreprise dont les critères de rentabilité sont tous négatifs, la valeur de cette firme demeure en général positive, comme on l'a dit plus haut. Aussi, à une époque où les données de valorisation étaient basées sur les réalisations passées, il avait été imaginé de calculer une valeur d'entreprise en perte, en faisant un raisonnement « à l'envers ». Cette méthode ingénieuse a été préconisée par SCHNETTLER en 1939.

L'idée est de retraiter la valeur patrimoniale comptable de l'entreprise en la ramenant au prix de cession envisagé, ce dernier étant, en principe, inférieur à la valeur patrimoniale avant retraitement.

L'écart négatif obtenu concerne les capitaux propres au passif qui se trouvent diminués. Sa contrepartie est appliquée à l'actif, à la valeur des immobilisations de l'entreprise qui sont ainsi considérées comme achetées pour un prix inférieur à leur valeur comptable. La traduction de ce point de vue se fait en comptabilité économique de la manière suivante : la valeur comptable des immobilisations ayant été diminuée, l'annuité d'amortissement se trouve donc réduite. Cette diminution de charges peut remettre le compte de résultat de l'entreprise en bénéfice.

Le calcul de la valeur de cession de l'entreprise est effectué par itération, pour parvenir à un retour à un bénéfice tel que la capitalisation de ce résultat positif soit égale à cette valorisation.

### B. Exemples

Des exemples chiffrés feront comprendre cette mécanique.

#### *a) Exemple de base*

On imaginera une société PERTHUS qui présentera une perte de (1 000) et la situation nette retraitée suivante :

**Capitaux propres retraités**

| | |
|---|---|
| Capitaux propres hors résultat | 24 709 |
| Résultat de l'exercice | (1 000) |
| Capitaux propres retraités | 23 709 |

Tous les montants relatifs aux indicateurs de flux sont devenus négatifs.

Si l'on estime, de façon forfaitaire et approchée, la valeur de l'entreprise à 12 000 l'écart entre ce montant et la valeur patrimoniale réévaluée est égal à :

| | |
|---|---|
| Capitaux propres retraités | 23 709 |
| – Valeur de l'entreprise | 12 000 |
| Écart | 11 709 |

L'entreprise serait donc acquise à un montant inférieur à la valeur de ses fonds propres économiques et donc de son actif net. Si l'on reporte la sous-évaluation de cet actif net sur les immobilisations nettes que l'on suppose égales à 21 939, les chiffres suivants apparaissent :

| | | | |
|---|---|---|---|
| Immobilisations nettes | | | |
| incorporelles | (par hypothèse) | 1 620 | |
| corporelles | ( "  " ) | 20 319 | |
| | | | Base en % |
| Immobilisations nettes totales | | 21 939 | 100,0 % |
| Imputation de l'écart | | (11 709) | -53,4 % |
| Immobilisations nettes totales après imputation de l'écart | | 10 230 | 46,6 % |

L'idée est maintenant de considérer que l'imputation de l'écart ci-dessus peut se traduire comme un amortissement complémentaire anticipé. La diminution consécutive du reste à amortir, qui passe de 21 939 à 11 709, permet de diminuer les annuités relatives aux amortissements restant à effectuer.

On peut dire que, grossièrement, l'annuité d'amortissement est à ramener à 46,6% de son montant précédent. Si cette annuité s'élevait à 4 134, la nouvelle annuité devient :

$$4\,134 \times 46{,}6\% = 1\,928$$

Le résultat annuel est donc amélioré de (4 134 – 1 928) soit : 2 206[1]

1. On ne tiendra pas compte ici, par souci de clarté, de l'impact éventuel de l'IS.

Le résultat net ainsi retraité serait amené au montant suivant :

| | |
|---|---|
| Résultat net | (1 000) |
| Retraitement | 2 206 |
| Résultat net retraité | 1 206 |

Le rapport entre la valeur de cession de 12 000 et le bénéfice recomposé sur cette valeur et ensuite capitalisé semble correct. En l'occurrence, le PER s'établit à 9,9 (hors impact possible sur l'IS).

*b) Sensibilité de la valeur*

Si l'on veut que le rapport valeur de cession / bénéfice diminue, il suffira de réduire un peu la valeur d'acquisition. Ce rapport est très sensible aux variations, au moins dans l'exemple choisi, comme le montre le deuxième calcul ci-après.

| | |
|---|---|
| Capitaux propres retraités | 23 709 |

Tous les montants relatifs aux indicateurs de flux sont toujours négatifs.

Si l'on estime la valeur de l'entreprise à 10 000 et que l'on renouvelle le raisonnement précédent, on obtient les montants ci-après.

| | | |
|---|---|---|
| Capitaux propres retraités | 23 709 | |
| – Valeur de l'entreprise | 10 000 | |
| Écart | 13 709 | |
| Immobilisations nettes | | |
| incorporelles | 1 620 | |
| corporelles | 20 319 | |
| | | Base en % |
| Immobilisations nettes totales | 21 939 | 100,0% |
| Imputation de l'écart | (13 709) | -62,5% |
| Immobilisations nettes totales après imputation de l'écart | 8 230 | 37,5% |

On peut dire que, grossièrement, l'annuité d'amortissement est à ramener à 37,5% de son montant précédent, soit :

$$4\ 134 \times 37{,}5\% = 1\ 551$$

Le résultat annuel est donc amélioré de 2 583.

Le résultat net ainsi retraité serait donc de :

| | |
|---|---|
| Résultat net | (1 000) |
| Retraitement | 2 583 |
| Résultat net retraité | 1 583 |

Le rapport entre la valeur de cession et le bénéfice recomposé est ainsi passé de 9,9 (chiffres initiaux) à 6,3 en ramenant la valeur de l'entreprise de 12 000 à 10 000.

Dans le cas inverse, le coefficient valeur de cession/bénéfice recomposé, monte de 9,9 (chiffres initiaux) à 12,8 en augmentant la valeur de l'entreprise de 12 000 à 13 000.

La méthode de SCHNETTLER semble donc permettre une évaluation convenable des entreprises en difficulté dans le cadre des formules classiques.

Toutefois, le raisonnement pratiqué n'est pas sans défaut. En effet, l'entreprise doit renouveler son matériel. Celui qu'elle va acheter après la transaction de cession sera acquis à un prix normal et non pas au taux, artificiellement minoré, introduit dans les comptes pro forma ci-dessus.

Si, après cession, les résultats demeurent ce qu'ils étaient, l'entreprise sera de nouveau en perte. Sa valeur réelle ne serait donc pas celle calculée par la méthode de SCHNETTLER.

## 4. Méthodes les plus pertinentes

Les méthodes actuelles, basées sur l'utilisation de données à venir et non de données passées, peuvent permettre de trouver une solution raisonnable pour une telle évaluation.

Dans un tel contexte d'évaluation sur la base des résultats futurs, la valorisation d'une entreprise en perte ne pose pas, de fait, un problème trop difficile. En effet, un investisseur ne s'intéresse à la reprise d'une firme déficitaire que s'il escompte la remettre en situation bénéficiaire au bout d'un certain temps. S'il n'envisage pas nécessairement que toute l'activité actuelle sera redevenue positive, il tablera sur un élagage qui permettra de conserver le ou les segment(s) qui peuvent être profitables. Par ailleurs, l'entreprise actuelle peut être la base du départ de nouvelles activités génératrices de gains.

Les prévisions établies en vue de la cession feront donc apparaître, à terme, des résultats positifs, sous une forme ou sous une autre.

Il suffira de capitaliser flux négatifs, puis positifs. Ces derniers montants, actualisés, doivent normalement être globalement supérieurs aux premiers. En effet, un repreneur ne peut admettre qu'un petit nombre d'exercices en perte.

À ce sujet, on n'insistera jamais trop sur la prudence qu'il faut manifester vis-à-vis de l'optimisme de rigueur qui enrobe tous les plans de retour aux bénéfices.

Néanmoins, il est évident que l'acquisition d'une entreprise ne se justifie pas, sauf cas vraiment exceptionnel, si l'on estime qu'elle va continuer à perdre de l'argent. Aussi, il semble que la meilleure solution soit d'établir des données futures normatives, c'est-à-dire dans la perspective d'une exploitation normale positive, telle qu'elle pourra être dans quelques années et en tenant compte d'une poursuite des pertes dans l'immédiat.

L'association de résultats positifs normatifs et de pertes au titre des tout prochains exercices conduit à une évaluation modérée de l'entreprise.

L'on reprendra, dans cette perspective, la firme PERTHUS avec le *free cash flow* prévisionnel figurant dans le tableau ci-dessous.

Les données de base sont les suivantes :

- Croissance : 1% en euros constants à partir de A + 6
- Prime de risque de 15% à partir de A + 3
- Taux d'actualisation (intérêts proprement dits) de 2%)
- *Free cash flow* de A (9 000)

**Évaluation d'une entreprise en perte au moyen du *free cash flow***

| Année | Estimation des flux de l'année à venir | Actualisation | Flux actualisé | Cumul |
|---|---|---|---|---|
| A | (9 000) | | (9 000) | (9 000) |
| A + 1 | (6 000) | × 1/1,02 | (5 882) | (14 882) |
| A + 2 | 0 | | 0 | (14 882) |
| A + 3 | 500 | × 1/1,15/$(1,02)^3$ | 410 | (14 473) |
| A + 4 | 3 000 | | 2 096 | (12 377) |
| A + 5 | 5 000 | | 2 978 | (9 399) |
| A + 6 | 5 050 | ×/$(1,15)^4$/$(1,02)^6$[a] | 2 564 | (6 835) |
| A + 7 | 5 101 | | 2 208 | (4 628) |
| A + 8 | 5 152 | | 1 901 | (2 727) |
| A + 9 | 5 203 | | 1 637 | (1 090) |
| **A + 10** | **5 255** | | **1 409** | **319** |

a. Signification des formules de la colonne actualisation (exemple pour l'année A + 6).
Le coefficient de croissance annuelle totale joue à partir de cette année A + 6 seulement.

| Coefficient de croissance annuelle | | Coefficient de prime de risque | | Coefficient de taux d'intérêt | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 101% (inclus dans la valeur absolue du flux de l'année) | / | 115% | / | 102% | soit : | 13,9%. |

| Année | Estimation des flux de l'année à venir | Actualisation | Flux actualisé | Cumul |
|---|---|---|---|---|
| A+ 11 | 5 308 | | 1 213 | 1 532 |
| A + 12 | 5 361 | | 1 045 | 2 577 |
| A + 13 | 5 414 | | 900 | 3 477 |
| A + 14 | 5 468 | | 775 | 4 251 |
| A + 15 | 5 523 | | 667 | 4 918 |
| A + 16 | 5 578 | | 574 | 5 493 |
| A + 17 | 5 634 | | 494 | 5 987 |
| A + 18 | 5 690 | | 426 | 6 413 |
| A + 19 | 5 747 | | 367 | 6 780 |
| **A + 20** | **5 805** | | **316** | **7 095** |

Le *free cash flow*, accumulé au bout de 10 ans et 20 ans, serait respectivement égal aux montants suivants :

10 ans 319
20 ans 7 095

On ajoutera, à ces montants, la valeur de revente sur la base du PER ou la valeur patrimoniale estimée à l'horizon de 10 et 20 ans.

**1°** Calcul par l'addition du *free cash flow* et la valeur de revente basée sur le PER

Le *free cash flow* actualisé est égal aux montants suivants (en milliers d'euros).

à la fin de l'année A + 10 1 409
à la fin de l'année A + 20 316

La valeur de revente actualisée est donc égale, avec un PER de 10 à :

A + 10 14 090
A + 20 3 160

L'addition des deux termes donne un résultat assez différent pour l'une et l'autre durées envisagées :

| | *Free Cash Flow* | Valeur de revente actualisée | TOTAL |
|---|---|---|---|
| Au bout de 10 ans | 319 | 14 090 | 14 409 |
| 20 ans | 7 095 | 3 160 | 10 255 |
| Écart entre les deux termes | | | -28,8% |

### 2° Calcul par l'addition du *free cash flow* et de la valeur de revente basée sur le patrimoine

Les chiffres retenus pour le *free cash flow* sont les mêmes que ci-dessus. En ce qui concerne la valeur de revente sur une base patrimoniale, l'estimation intègre une prime de risque qui reste à un niveau peu élevé, les incertitudes portant essentiellement sur les résultats et non sur l'actif net. Au total, le calcul d'actualisation de la valeur patrimoniale sera le suivant :

**Élaboration du taux d'actualisation de la valeur patrimoniale**

| | 3 premières années | A+4 à A+10 | A+11 et suivantes |
|---|---|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit : | 2% | 2% | 2% |
| Correctif d'inflation à long terme (calcul en monnaie constante) | – | – | – |
| Prime de risque | 2% | 4% | 5% |
| Taux total d'actualisation | 4% | 6% | 7% |

À la fin de l'année A – 1, la valeur patrimoniale est de 23 709.

La valeur patrimoniale actualisée est donc, à partir des taux d'actualisation ci-dessus :

au bout de 10 ans 14 018
20 ans 7 126

L'addition des deux termes (*free cash flow* et valeur patrimoniale) donne un prix de cession très voisin pour l'une et l'autre durées envisagées :

| | *Free Cash Flow* | Valeur patrimoniale actualisée | TOTAL |
|---|---|---|---|
| Au bout de 10 ans | 319 | 14 018 | 14 337 |
| 20 ans | 7 095 | 7 126 | 10 221 |
| Écart entre les deux termes | | | -0,8% |

Au total, tant pour la première que pour la deuxième méthode, on remarquera que, sur une période de dix ans, l'essentiel du prix de l'entreprise est constitué par sa valeur de revente, une fois restructurée, les flux obtenus durant la période de détention n'intervenant que faiblement dans le montant de la valeur.

Un tel calcul est à mettre en regard du raisonnement de certains fonds d'investissement spécialisés dans ce qui est appelé le « retournement » d'entreprise et qui cherchent à acheter des sociétés en difficulté pour les redresser (mais sans que le prix qu'ils payent tienne compte en tout ou partie de ce futur redressement) et les vendre ensuite avec un profit substantiel.

# II. ÉVALUER UNE ENTREPRISE RACHETÉE DANS DES CONDITIONS PARTICULIÈRES

Certaines évaluations peuvent être réalisées dans un contexte très spécial.

On étudiera ainsi les évaluations effectuées dans le cadre d'une cession que l'acquéreur compte financer par les moyens de l'entreprise elle-même : c'est ce que les Anglo-Saxons appellent un Leverage Buy Out (LBO), cette dernière abréviation ayant été reprise un peu partout. Un cas particulier de LBO est celui du rachat de l'entreprise par ses propres salariés (RES).

D'autres évaluations sont réalisées hors d'un cadre véritablement consensuel. C'est le cas des estimations faites lors d'une expropriation et d'une succession.

## 1. Évaluer lors d'un *Leverage Buy Out* (LBO)

On rappellera que, dans la mise en œuvre d'un LBO, les acquéreurs créent, en général, une société financière *ad hoc*. Cette société devient propriétaire de la cible et est financée par une mise de fonds de ces acquéreurs et par des emprunts bancaires.

L'évaluation se fait sur les bases décrites plus haut. Toutefois, il convient de remarquer l'importance revêtue par le *free cash flow* dans ce type d'opération, puisque le remboursement des dettes financières, contractées pour l'acquisition, dépend des remontées de flux disponibles, en provenance de la firme achetée.

Une erreur (par optimisme) sur les estimations de *free cash flow* a donc plus de conséquences que dans une transaction normale. Non seulement l'investissement réalisé n'a pas la rentabilité voulue par ses initiateurs, mais de plus, dans la mesure où la transaction a été financée en grande partie par concours financiers externes, l'équilibre de l'opération risque d'être bouleversé et la bonne fin du LBO se trouve mise en cause, avec une défaillance possible vis-à-vis des banques prêteuses.

Compte tenu de cette double incidence, il est prudent de prévoir une décote sur les chiffres de la valorisation obtenue dans le cadre d'une analyse classique.

Un LBO n'est donc pas, *a priori*, favorable pour un vendeur, puisque la formule tire l'évaluation à la baisse. En revanche, surtout dans le cas d'un RES, le vendeur pourra retirer de la transaction une satisfaction « morale » dès lors que les acheteurs sont des collaborateurs attachés à l'entreprise qui feront tout pour sa pérennité et son développement.

Pour avoir une idée des chiffres relatifs en ce domaine, on prendra à nouveau le cas de la société RIVALI en imaginant qu'elle fait l'objet d'un LBO sur 100% de son capital.

On retiendra à titre de prix d'acquisition, une valeur moyenne de RIVALI égale à 100. On supposera, par ailleurs, que l'achat est effectué par l'intermédiaire d'une société financière dont les ressources sont composées à 50% par des fonds propres (mise de fonds des acquéreurs) et 50% par des dettes financières. Après acquisition, la structure du bilan de la société financière sera donc la suivante :

Bilan de la Société Financière RIVALI

(milliers d'unités)

| ACTIF | | PASSIF | |
|---|---|---|---|
| Titres RIVALI (cible) | 100 | Capital de la FINANCIÈRE R. | 50 |
| | | Emprunts bancaires | 50 |
| TOTAL | 100 | TOTAL | 100 |

Pour avoir maintenant une vue d'ensemble du groupe désormais formé par RIVALI et la FINANCIÈRE RIVALI, il faut établir des comptes consolidés englobant les deux sociétés (pour simplifier, on utilisera, pour RIVALI, les comptes retraités de l'année A – 1, évoqués pages 113 et suivantes) :

Bilan du groupe FINANCIÈRE RIVALI + Société RIVALI

(milliers d'unités)

| ACTIF | | | PASSIF | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Écart d'acquisition | | 65,0 | Capital de la FINANCIÈRE R. | | 50,0 |
| Prix RIVALI | 100,0 | | | | |
| Fds propres RIVALI | (35,0) | | | | |
| Immob. incorporelles | | 1,6 | Provisions | | 1,7 |
| Immob. corporelles | | 20,3 | Dettes financières | | 70,3 |
| | | | FINANCIÈRE R. | 50,0 | |
| Immob. financières | | 0,7 | RIVALI | 20,3 | |
| Actif circulant | | 56,4 | Dettes commerciales | | 21,7 |
| Actif à régulariser | | 0,1 | Passif à régulariser | | 0,4 |
| TOTAL | | 144,2 | TOTAL | | 144,2 |

Le compte de résultat du nouveau groupe ne comporte, en principe, comme élément nouveau par rapport à celui de la seule société rachetée, que les charges d'intérêt relatives aux emprunts bancaires contractés par la société financière. On déterminera ci-après cette charge d'intérêt ainsi que les montants du principal de l'emprunt à rembourser. Pour ce faire, on supposera que le taux de l'emprunt est de 6%[1] et que la dette est remboursable par annuités constantes, sur dix ans.

1. En admettant un emprunt sur X années avec un taux d'intérêt en euros courants de 6% (donc y compris inflation).

| | |
|---|---|
| Taux d'intérêt proprement dit | 2% |
| + prime de risque et inflation | 4% |
| Taux d'intérêt total | 6% |

**SCÉNARIOS DE REMBOURSEMENT D'UN EMPRUNT DE 10 ANS AU TITRE D'UN LBO**

(milliers d'unités)

| Taux d'intérêt | | | | 6% |
|---|---|---|---|---|
| Année | Emprunt (solde restant dû) | Rembour-sement du principal | Intérêt payé | Remboursement annuel total |
| A | 50,0 | | | |
| A + 1 | 46,2 | 3,8 | 3,0 | 6,8 |
| A + 2 | 42,2 | 4,0 | 2,8 | 6,8 |
| A + 3 | 37,9 | 4,3 | 2,5 | 6,8 |
| A + 4 | 33,4 | 4,5 | 2,3 | 6,8 |
| A + 5 | 28,6 | 4,8 | 2,0 | 6,8 |
| A + 6 | 23,5 | 5,1 | 1,7 | 6,8 |
| A + 7 | 18,2 | 5,4 | 1,4 | 6,8 |
| A + 8 | 12,5 | 5,7 | 1,1 | 6,8 |
| A + 9 | 6,4 | 6,0 | 0,7 | 6,8 |
| A + 10 | 0,0 | 6,4 | 0,4 | 6,8 |
| Cumul | | 50,0 | 17,9 | 67,9 |

Le compte de résultat du groupe se présente ainsi, au titre de la première année qui suit le LBO (hors amortissement de l'écart d'acquisition) :

**Compte de résultat du groupe FINANCIÈRE RIVALI + Société RIVALI (premier exercice du nouveau groupe[1])**

(milliers d'unités)

| | |
|---|---|
| Résultat d'exploitation | 15,5 |
| Résultat financier | |
| RIVALI | (0,7) |
| FINANCIÈRE RIVALI 50 × 6% | (3,0) |
| Résultat exceptionnel | P.M. au lieu de 1,5 |
| Participation des salariés | (0,1) |
| Impôts sur les sociétés (IS) | (6,1) |
| Correctif IS sur résultat exceptionnel | 0,6 |
| Correctif IS dû au résultat de la FINANCIÈRE RIVALI | 1,2 |
| TOTAL | 7,5 |

1. En supposant un résultat de l'année A, identique à celui l'exercice de A – 1 avant retraitement économique.

Sur cette même base, année, le tableau de financement du nouveau groupe pour l'année A + 1 se présente ainsi :

(milliers d'unités)

| Variations | Société RIVALI | FINANCIÈRE RIVALI | TOTAL Consolidé |
|---|---|---|---|
| 1. du fonds de roulement | 5,1 | (6,8) | (1,7) |
| 2. du BFR | 1,7 | | 1,7 |
| 3. de trésorerie | 3,4 | (6,8) | (3,4) |
| Total 2 + 3 | 5,1 | (6,8) | (1,7) |
| Solde 1 – 2 – 3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

Pour couvrir les charges de remboursement et de frais des emprunts de la FINANCIÈRE, le dividende versé par la société RIVALI à la FINANCIÈRE devra donc être d'au moins 6,8, soit 90% du résultat net courant du groupe (7,5 ) et 73% du résultat net courant de RIVALI SA (9,3).

On voit combien est lourd le poids du LBO, au moins dans les premières années, avant les effets éventuels de la croissance du résultat et de l'inflation qui diminue la charge effective de l'emprunt. Plus la part d'emprunt est importante, plus le poids négatif de la FINANCIÈRE s'accroît dans les comptes consolidés.

Dans l'exemple choisi d'une société très rentable, le LBO, accompagné d'un financement par un emprunt significatif, apparaît néanmoins tout à fait réalisable. Il n'en va pas de même pour des firmes moins profitables.

Si on essaie de généraliser la formule, en prenant pour base un LBO financé par des emprunts à hauteur de 50%, on peut écrire, très schématiquement :

| | | |
|---|---|---|
| Prix d'acquisition | = | Dette financière × 2 |
| Prix d'acquisition (simplifié) | = | Résultat net × n (ou PER) |
| D'où : | | |
| Dette financière × 2 | = | Résultat net × n (ou PER) |

Cette formule que l'on va étudier ci-après, à la lumière d'un exemple chiffré, permet de mettre en regard la charge financière annuelle et le résultat, et donc leur compatibilité.

Il est, en effet, intéressant d'examiner cette dernière donnée qui fixe, en quelque sorte, le prix possible de l'entreprise. À cette fin, on examinera tout d'abord la structure de la charge financière, pour la mettre ensuite en regard d'une fourchette de PER de valorisation possible.

1° Quelle est la structure de la charge de trésorerie annuelle des emprunts ? Dans le cadre de trois hypothèses successives, on peut écrire :

| Charge financière annuelle = Intérêts sur emprunts FINANCIÈRE + Remboursement annuité d'emprunt (sur base d'annuités constantes) | | | |
|---|---|---|---|
| Exemples établis sur la durée de l'emprunt (en francs courants) | | Moyenne annuelle sur la durée de l'emprunt | Coefficient Dette totale/charge |
| **1re Hypothèse** | | | |
| Emprunt sur 15 ans | | | (1) |
| Intérêts sur emprunts FINANCIÈRE | = | 3,63% | de la dette initiale |
| Remboursement d'emprunt | = | 6,67% | X " " |
| Charge financière annuelle rapportée à dette financière | | 10,30% | ➜ Coefficient 9,7 (100 / 10,30) |
| **2e Hypothèse** | | | |
| Emprunt sur 10 ans | | | |
| Intérêts sur emprunts FINANCIÈRE | = | 3,59% | de la dette initiale |
| Remboursement d'emprunt | = | 10,00% | X " " |
| Charge financière annuelle rapportée à dette financière | | 13,59% | ➜ Coefficient 7,4 (100 / 13,59) |
| **3e Hypothèse** | | | |
| Emprunt sur 7 ans | | | |
| Intérêts sur emprunts FINANCIÈRE | = | 3,63% | de la dette initiale |
| Remboursement d'emprunt | = | 14,28% | X " " |
| Charge financière annuelle rapportée à dette financière | | 17,91% | ➜ Coefficient 5,6 (100 / 17,91) |

1. Dans cette 1re hypothèse, le calcul démontre que, pour un remboursement à effectuer de 100 dans le délai indiqué, la masse totale des intérêts sur la durée de l'emprunt représentera 54,45 soit en moyenne par an : 3,63 ou 3,63% de la dette initiale. De même, le remboursement du principal de 100 constitue une charge moyenne de 6,67 ou 6,67% de la dette initiale.
Les hypothèses 2 et 3 sont bâties de la même manière.

Dans notre exemple, la valeur du coefficient « Dette financière globale/charge financière annuelle » à utiliser s'établit donc entre 10 et 5 (9,7, 7,4 et 5,6 dans le tableau ci-dessus).

**2°** Afin de déterminer le prix d'acquisition supportable, les égalités suivantes peuvent être rappelées et écrites :

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1° Rappel : | | | |
| Dette financière × 2 | = | Résultat net × n (ou PER) | |
| 2° Rappel : | | | |
| Charge financière | = | % Dette financière | |
| ou encore : | | | |
| Dette financière | = | Charge financière × coefficient | $\frac{\text{Dette}}{\text{Ch. fi.}}$ |

D'où la nouvelle égalité :

| | | |
|---|---|---|
| (Charge financière × coefficient) × 2 | = | Résultat net × n (ou PER) |

Sur ces données, il reste maintenant à calculer une fourchette de scénarios possibles. Ceux-ci sont établis sur la base de PER d'évaluation de 5 à 20 (5, 10, 15 et 20) et sur celle d'emprunts contractés pour une durée de 7 à 15 ans (7, 10 et 15).

Sur la base d'un taux d'intérêt de 6%, les tableaux précédents conduisent aux égalités suivantes :

| Durée de l'emprunt | Coefficient Dette/ charge financière | | | |
|---|---|---|---|---|
| 15 ans | Charges Financières | × | 9,7 | × 2 = Résultat net × n (ou PER) |
| 10 ans | " | × | 7,4 | × 2 = Résultat net × n (ou PER) |
| 7 ans | " | × | 5,6 | × 2 = Résultat net × n (ou PER) |

Soit :

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 15 ans | Charges Financières | × | 19,4 | = Résultat net × n (ou PER) |
| 10 ans | " | × | 14,7 | = Résultat net × n (ou PER) |
| 7 ans | " | × | 11,2 | = Résultat net × n (ou PER) |

Ou encore :

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 15 ans | Charges Financières | = | Résultat net × n (ou PER) | / | 19,4 |
| 10 ans | " | = | Résultat net × n (ou PER) | / | 14,7 |
| 7 ans | " | = | Résultat net × n (ou PER) | / | 11,2 |

La valeur de n ou PER peut être comprise entre 5 et 20. On donnera les calculs du poids de la charge financière due au LBO pour des PER utilisés dans l'estimation, de 5, 10 et 20. Ceci permettra d'établir le rapport entre cette charge financière et le résultat.

Soit en % et dans l'ordre croissant :

| Durée de l'emprunt (Nbre d'années) | PER | | Coefficient doublé Dette/Charge financière | | | | % Charge financière annuelle/Résultat |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 15 | 5 | / | 19,4 | = | Résultat net | × | 26% |
| 10 | 5 | / | 14,7 | = | Résultat net | × | 34% |
| 7 | 5 | / | 11,2 | = | Résultat net | × | 45% |
| 15 | 10 | / | 19,4 | = | Résultat net | × | 51% |
| 10 | 10 | / | 14,7 | = | Résultat net | × | 68% |
| 15 | 15 | / | 19,4 | = | Résultat net | × | 77% |
| 7 | 10 | / | 11,2 | = | Résultat net | × | 90% |
| 10 | 15 | / | 14,7 | = | Résultat net | × | 102% |
| 15 | 20 | / | 19,4 | = | Résultat net | × | 103% |
| 7 | 15 | / | 11,2 | = | Résultat net | × | 134% |
| 10 | 20 | / | 14,7 | = | Résultat net | × | 136% |
| 7 | 20 | / | 11,2 | = | Résultat net | × | 179% |

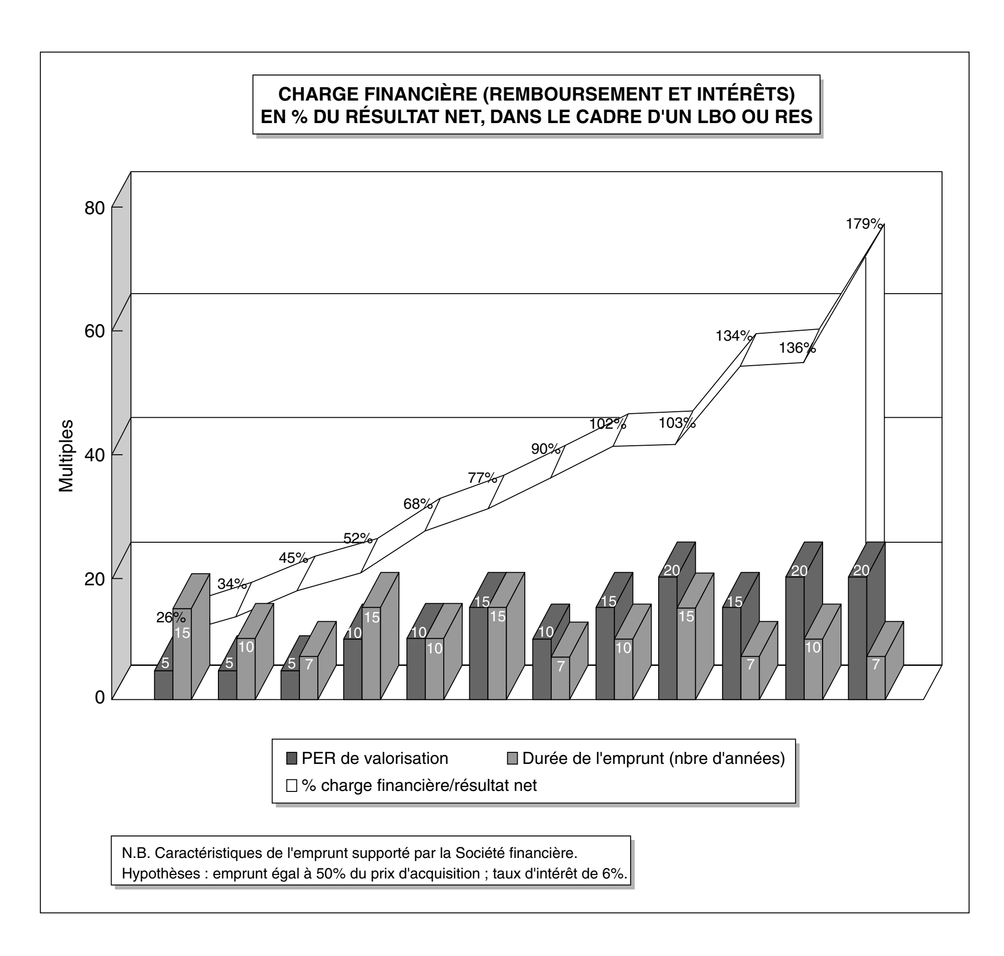
La charge financière globale peut donc représenter de 25% à 180% du bénéfice net, en chiffres arrondis.

Il est bien évident qu'une charge de remboursement supérieure au bénéfice net condamne presque nécessairement à l'échec un LBO, sauf si le résultat net progresse très fortement et très rapidement dans les années qui suivent l'opération.

On voit donc que, si l'on veut qu'un LBO réussisse, il ne faut pas évaluer la société à un prix trop élevé (de préférence moins de dix fois son résultat ou moins de six fois l'EBITDA, notion souvent préférée par les sociétés de capital-investissement). En effet, la charge financière est trop lourde à supporter dans le cas contraire, à moins que l'entreprise ait une activité où la rentabilité est à la fois très forte et continue, voire croissante.

En pratique, les fonds d'investissement déterminent en premier le rendement, c'est-à-dire le taux de rendement interne ou TRI, attendu de l'acquisition projetée. Par la suite, en fonction du business plan de la société cible, du montant potentiel des

financements externes et du PER du secteur qui servira de base à la valeur de sortie, le fonds pourra déterminer son prix maximal d'acquisition en actualisant les flux futurs en fonction de ce TRI minimal prédéterminé.




## 2. Évaluer lors d'un RES[1] (rachat d'une entreprise par ses salariés)

Lors du rachat d'une entreprise par ses seuls salariés, les problèmes d'évaluation sont à peu près identiques au cas général de LBO décrit ci-dessus. Toutefois, plus encore que dans le LBO, la valeur de l'entreprise doit être décotée : l'estimation doit tenir compte du fait que l'entreprise n'a pas trouvé d'autre acquéreur que son personnel. En effet, le RES est en fait la seule solution qui s'ouvre à un vendeur qui ne trouve pas d'acheteur classique et n'est pas incité, par ailleurs, pour des raisons personnelles, à favoriser particuliè-

1. MBO = Management Buy Out, en anglais.

rement ses salariés. La valorisation de l'entreprise doit donc tenir compte de cette absence de marché ou tout au moins de possibilité de cession à un prix convenable.

La seule exception à cette inflexion nécessaire est celle du patron sans héritier et philantrope qui veut laisser sa firme, laquelle est prospère, à ses fidèles salariés, plutôt que de la voir tomber entre des mains étrangères. Mais en pareil cas, le prix n'est plus forcément le seul paramètre qui compte.

À noter qu'aujourd'hui, beaucoup de transactions réalisées par des fonds d'investissement associent les dirigeants de l'entreprise objet de la cession à l'opération. Ces opérations sont une combinaison LBO/RES. L'avantage pour ces dirigeants partie prenante au rachat de leur propre société est multiple :

- ils accèdent de manière souvent significative au capital d'une société qu'ils connaissent et dont ils perçoivent les potentialités ;
- grâce à la surface financière des sociétés de capital investissement et à la relative pérennité que celles-ci offrent aux banquiers, ils peuvent bénéficier d'un levier financier sans précédent tout en limitant leur propre investissement financier personnel ;
- lorsque, quelques années après, les premiers fonds d'investissement veulent réaliser leur plus-value en cédant leurs parts, les dirigeants sont particulièrement bien placés pour bénéficier de nouvelles opportunités et accroître leur part dans le capital dans des conditions souvent encore plus avantageuses.

## 3. Évaluer dans le cadre d'une expropriation

Une expropriation est normalement le fait de la puissance publique. Cependant, il existe aussi des « expropriations d'utilité privée ».

### *A. Expropriation pour utilité publique*

Deux types d'expropriation à caractère public se rencontrent en pratique :

- l'une, classique, concerne les entreprises qui doivent abandonner leur implantation sur demande de l'Administration,
- l'autre relève des nationalisations; on peut ajouter à ces dernières les opérations inverses, mais de même nature, que sont les privatisations.

#### *a) Expropriation classique*

En ce qui concerne les entreprises, un cas classique d'expropriation sera, par exemple, celle d'un site industriel ou commercial, aux fins d'implantation d'un ouvrage public.

Pour la personne expropriée et pour l'Administration auteur de l'expropriation, la valeur de l'entreprise expropriée est égale à :

- la reconstitution de l'outil de travail en un autre lieu ;
- la contrepartie de la perte d'industrie et de tous les frais consécutifs au transfert ou à l'abandon de l'activité, si, à la suite de l'expropriation, l'entrepreneur ne reprend pas cette activité sur un autre site.

Le Code de l'expropriation indique : « Les indemnités allouées doivent couvrir l'intégralité du préjudice direct, matériel et certain causé par l'expropriation. »

Il convient de procéder à un examen approfondi, notamment des points suivants :

- perte de clientèle (cas d'une clientèle locale)
- frais supplémentaires de personnel consécutifs au transfert (personnel qui ne suit pas et qu'il faut licencier ; en contrepartie, personnel nouveau à embaucher et à former) ;
- frais de déménagement ;

et de tous les autres inconvénients dus au transfert.

Par exemple, dans le cas de l'expropriation d'une ferme appartenant à un paysan propriétaire, expropriation faite en vue de l'extension d'un aéroport, l'indemnisation devrait être égale à l'ensemble des coûts représentant la création d'une nouvelle ferme à l'identique. Ce serait donc plus que la valeur vénale de l'ancienne ferme.

La détermination des montants à retenir sera d'ailleurs très délicate. En effet, si on prend le cas d'un entrepreneur qui profite d'une expropriation pour s'installer dans une région complétement différente de la précédente (quittant, par exemple, la région parisienne pour s'installer dans le midi), l'Administration aura beau jeu de dire qu'il agit par convenance personnelle et aurait pu trouver une implantation beaucoup plus proche, donc à moindres frais.

De manière générale, l'Administration admet que la valeur du bien exproprié peut être supérieure à la valeur vénale, du fait des frais encourus par la personne expropriée (en l'occurrence, l'entrepreneur). Toutefois, il ne peut être inclus dans l'indemnité d'expropriation aucun élément relatif à une valeur de convenance personnelle et de « pretium doloris ».

Cependant, en pratique, les expropriations se font souvent sur la base d'une évaluation attrayante pour l'État.

Ainsi, en février 1997, le juge des expropriations du tribunal de grande instance de Privat a retenu l'estimation préparée par l'Administration des Domaines, pour la grotte Chauvet, sanctuaire de l'art préhistorique. Ce prix était de 38 680 FRF soit 5 896 euros, soit 4 centimes le $m^2$ ou encore 400 euros par hectare. Cette dernière valeur est celle de l'hectare de garrigue.

Les trois propriétaires situés au-dessus de la grotte en demandaient 10 millions d'euros. Celui qui détenait le fonds placé en dessous réclamait 110 millions. Ce montant, très élevé, était basé sur les perspectives d'exploitation touristique offertes par la découverte de la grotte. Mais la valeur patrimoniale du passé (la surface de garrigue) a prévalu sur celle des flux escomptés au XXI$^e$ siècle.

### *b) Nationalisations et par extension* a contrario*, privatisations*

L'évaluation des entreprises à nationaliser est un processus politique exceptionnel. En France, cette procédure a été mise en œuvre principalement en 1945-46 et 1981-82. De même, les privatisations ont été pratiquées en 1986-88 et à partir de 1993.

Les méthodes retenues sont très variables, tant dans le cas des nationalisations que dans celui des privatisations.

**– Nationalisations**

En 1945-46, la formule de RETAIL avait servi pour l'évaluation des actions de certaines sociétés nationalisées.

Par ailleurs, d'autres critères ont été utilisés. Ainsi, pour les quatre grandes banques nationalisées, on s'est contenté de valoriser ces établissements sur la base du cours moyen de Bourse pendant la période du 1er septembre 1944 au 31 octobre 1945.

Comme les cours de Bourse de l'époque étaient élevés et sans commune mesure avec les résultats nécessairement médiocres, du fait des circonstances du moment, la valorisation obtenue n'était pas mauvaise pour les actionnaires, comme le montre les chiffres suivants :

(en millions de FRF de l'époque)

| | Fonds propres | Bénéfice net | Valorisation lors de la nationalisation | Équivalent millions d'euros |
|---|---|---|---|---|
| CRÉDIT LYONNAIS | 2 000 | 185 | 5 118 | 780 |
| SOCIÉTÉ GÉNÉRALE | 1 150 | 82 | 3 816 | 582 |
| C.N.E.P. | 861 | 39 | 1 897 | 289 |
| B.N.C.I. | 752 | 9 | 1 386 | 211 |

Par contre, le mode de paiement fut très défavorable puisqu'il consista à remettre des parts de type obligataire au plan de leur remboursement (prévu en cinquante ans). L'inflation rapide de l'immédiat après-guerre allait ronger la valeur de ces parts de façon très sensible.

En francs de l'époque, au moment de sa réalisation, la nationalisation des banques représenta 16,5 milliards et celle des assurances 8,5 milliards, soit en euros d'aujourd'hui moins de 2 milliards au total, ce qui n'était, malgré tout, pas très cher payé pour la quasi-totalité du système bancaire et des assurances français.

En 1981-82, les entreprises nationalisées furent valorisées sur la base de la meilleure moyenne mensuelle des premiers cours cotés du 1er octobre 1980 au 31 mars 1982, majorée du dividende net distribué au titre de l'exercice 1980.

Les cours de Bourse des groupes « nationalisables » étaient décotés depuis plusieurs années, car la liste de ces groupes était connue depuis longtemps. Elle était en effet indiquée dans les programmes électoraux des partis favorables aux nationalisations. Aussi le mode d'évaluation retenu n'était pas favorable aux actionnaires.

Par ailleurs, là encore, le moyen de paiement adopté prit la forme obligataire.

**– Privatisations**

La plupart des privatisations réalisées depuis 1986 ont été effectuées par voie d'introduction en Bourse, sur la base de la méthode analogique, ou même sur des méthodes de résultat prévisionnel.

À cet égard, on peut citer le cas de TF1 qui fut évaluée, en 1987, sur la base du *free cash flow* majoré de la valeur de revente actualisée.

Dans le même sens, surtout à partir de la fin des années 90, les critères d'achat retenus par les souscripteurs furent ceux de la croissance des bénéfices à venir.

### *B. Expropriation au bénéfice du secteur privé*

Un cas particulier d'expropriation « pour utilité privée » est celui des retraits obligatoires de la cote boursière effectués dans le cadre d'une offre publique. Ce retrait concerne les actions des détenteurs minoritaires, au profit d'un actionnaire prépondérant.

En France, une législation de 1994 autorise l'actionnaire des sociétés dont le public détient moins de 5%, à forcer les actionnaires minoritaires à lui vendre leurs titres dans le cadre d'une telle « OPRO » (ou Offre Publique de Retrait Obligatoire), correspondant à un *squeeze out* anglo-saxon.

La valorisation est faite sur une base multicritères, par un expert indépendant. Elle est cependant parfois contestée par les actionnaires minoritaires, dans le cadre d'actions de défense, menées notamment par l'Association des Actionnaires Minoritaires (ADAM) présidée par Colette NEUVILLE. Cette évaluation contradictoire de l'entreprise par les différents actionnaires est un processus qui tend à se développer.

## 4. Évaluer lors d'une succession

La valorisation d'une entreprise, dans le cas d'une succession, prend place dans un contexte particulier.

On trouve d'un côté, l'Administration et de l'autre, les héritiers. Toutefois, ceux-ci peuvent être subdivisés en deux catégories : héritier(s) repreneur(s) de l'affaire, s'il y en a, et héritier(s) investisseur(s). Ce ou ces derniers ne considèrent les biens à retirer de la succession que sous leurs aspects financiers.

Les points de vue respectifs sont les suivants :

- L'Administration aura tendance à raisonner sur le plan de la valeur vénale.
- L'héritier repreneur aura tendance à minorer au maximum le prix de l'entreprise à laquelle il va consacrer sa vie professionnelle et dont la valeur, à l'avenir, sera surtout issue de son activité.
- Les héritiers investisseurs seront placés devant le dilemne suivant : réduire la valeur de l'entreprise vis-à-vis de l'Administration, mais l'augmenter vis-à-vis du repreneur susceptible de racheter leur part.

Les méthodes mixtes, combinant valeur de rendement et valeur de patrimoine, permettent en général de trouver un consensus entre les différentes parties au problème.

Le point de vue de l'Administration sera approfondi au titre de l'évaluation fiscale (§ IV du présent chapitre).

# III. ÉVALUER LES HOLDINGS

On examinera le cas d'une évaluation rarement effectuée mais très particulière, celle des sociétés holdings dont la seule activité consiste à détenir d'autres sociétés. Cette détention étant principalement de nature financière, sont exclues de ce cadre les maisons-mères possédant majoritairement des filiales. En effet, cette dernière situation correspond en général à celle d'un groupe intégré et l'évaluation se fait selon les normes classiques décrites plus haut.

Le concept de holding retenu ici concerne donc principalement les sociétés détenant des pourcentages significatifs mais non majoritaires dans d'autres firmes. De ce fait, la holding (et c'est là sa caractéristique principale) n'assure aucun pilotage opérationnel des filiales et ne coordonne pas leur action.

Il arrive par ailleurs qu'une société soit majoritaire dans un certain nombre de filiales, sans que celles-ci aient de liens opérationnels entre elles, l'intervention de la maison-mère étant par ailleurs purement financière. Là encore, il s'agit d'une holding.

Bien entendu, la réalité est parfois plus complexe et il peut exister des « panachages » : c'est le cas notamment d'une société majoritaire dans une ou plusieurs filiales et y exerçant un rôle opérationnel tout en étant minoritaire dans d'autres entreprises qu'elle ne pilote pas.

**Comment faudra-t-il évaluer les holdings ?**

*A priori*, on procédera à une valorisation de chacun des éléments détenus par ce type de société. Il sera ensuite procédé à une totalisation de l'ensemble par une simple addition.

Toutefois, par construction, la holding n'est pas véritablement décideur dans ses filiales, surtout si elle y est minoritaire. Sa valeur ajoutée est donc moindre que celle de la maison-mère d'un groupe intégré. Elle supporte, en revanche, les erreurs éventuelles des filiales entraînant des pertes, ou tout au moins, des manques à gagner. Ce type de situation défavorable peut perdurer plus longtemps que dans un groupe bien coordonné et contrôlé. Une décote sera donc appliquée à l'addition des valeurs calculées de chacune des filiales, évoquée ci-dessus.

Le montant de cette décote sera déterminé par analogie avec les pratiques du marché boursier en pareil cas, à savoir :

- pour les filiales détenues majoritairement (mais non pilotées selon la définition donnée plus haut), 10% à 15%. Ce pourcentage est peu élevé, car la maison-mère peut toujours prendre les rênes de l'affaire et décider, en particulier, du dividende à distribuer par la filiale. La décote sera évidemment la plus faible sur une entité détenue avec un pourcentage tel qu'il n'y a plus de possibilité pour d'autres actionnaires de constituer une minorité de blocage. Toutefois, les holdings détiennent rarement une société dans de telles conditions ;
- pour les filiales détenues de façon minoritaire mais avec un pourcentage important (allant de la minorité de blocage de 33 1/3% à 49,99 %), 20% à 25% de décote ;
- pour les filiales détenues à moins de 33 1/3%, 25% à 30% de décote.

Ce raisonnement pourrait conduire à appliquer une décote encore plus forte aux actions cotées en Bourse et détenues par ces petits investisseurs que sont les particuliers. Ceux-ci sont en effet placés dans la situation d'une holding sur le plan de l'influence exercée dans « leurs » sociétés. Leurs possibilités d'agir sont même encore beaucoup plus faibles, bien que leur influence augmente avec le développement des associations d'actionnaires.

Toutefois, ces investisseurs bénéficient de la liquidité de leur avoir. Du fait de la faiblesse des quantités possédées, celles-ci sont faciles à négocier (cette facilité n'existe pas pour la société holding sur les actions de ses filiales). Aussi les décotes mentionnées ci-dessus ne s'appliquent pas aux investisseurs particuliers des sociétés cotées.

## IV. L'ÉVALUATION FISCALE

En dehors des expropriations déjà citées ainsi que des nationalisations, qui constituent une catégorie particulière d'expropriation, d'autres évaluations sont effectuées par l'Administration. C'est le cas, notamment, des estimations réalisées par les services fiscaux lors des successions et de toutes autres évaluations destinées à établir l'assiette des droits d'enregistrement ou calculer la base de l'ISF des entrepreneurs minoritaires.

À noter toutefois que l'entreprise, détenue à 25% ou plus par un contribuable qui la dirige et dont c'est le principal outil de travail, est exclue du patrimoine soumis à l'Impôt sur la Fortune et n'a donc pas besoin d'être évaluée pour ce motif.

Cette exclusion globale du champ de l'ISF ne s'applique cependant pas aux entreprises personnelles détenues à 25% et plus qui ne sont pas considérées comme bien professionnel. Seule la partie de l'entreprise personnelle correspondant à un outil de travail peut être exonérée de l'ISF.

On examinera successivement les évaluations retenues par l'Administration pour les sociétés et entreprises personnelles et le périmètre retenu pour ces dernières dans le cas de l'ISF.

### 1. Évaluation des sociétés et des entreprises personnelles

Les méthodes retenues par l'Administration correspondent à certaines procédures décrites plus haut.

Les cinq modes classiques de valorisation suivants sont retenus :

- valeur mathématique (ou patrimoniale)
- valeur de rendement (ou capitalisation des dividendes)
- valeur de productivité (ou capitalisation des bénéfices nets)
- capitalisation de la marge brute d'autofinancement
- valeur de comparaison

Dans les calculs, il est recommandé de les associer.

L'Administration distingue fortement, d'autre part, entre entreprise individuelle et entreprise sociétaire.

### *A. Entreprise individuelle*

Lors d'une succession, chaque élément est pris pour sa valeur vénale et les dettes sont déduites. L'entreprise est donc estimée sur sa valeur patrimoniale réelle. Le fonds de commerce est valorisé sur la base du bénéfice du dernier exercice connu (A – 1). Le coefficient de valorisation retenu dans un exemple donné par l'Administration est de 1,5 fois ce bénéfice. Il est indiqué toutefois que les fonds de commerce correspondent en général à 1 à 3 fois le chiffre du dernier bénéfice net.

### *B. Entreprise sociétaire*

Dans ce cas, l'Administration conseille une combinaison de certaines des méthodes indiquées dans la deuxième partie du présent ouvrage. Il s'agit des méthodes associant valeur de rendement et valeur patrimoniale.

Les données chiffrées utilisées sont celles des réalisations passées (dernier bilan connu et résultats moyens des deux ou trois derniers exercices).

En ce qui concerne les formules d'évaluation, les pondérations proposées sont les suivantes :

| Sociétés commerciales | | |
|---|---|---|
| Petites | Moyennes | Importantes |
| $\frac{4VM + VP}{5}$ | $\frac{3VM + VP}{4}$ | $\frac{2VM + VP + VR}{4}$ |

| Sociétés industrielles | |
|---|---|
| Moyennes | Importantes |
| $\frac{3VM + VP}{4}$ | $\frac{3VM + 2(VP + MBA + VR)}{8}$ |

VM = Valeur mathématique ou patrimoniale
VR = Valeur de rendement ou capitalisation des dividendes
VP = Valeur de productivité ou capitalisation des bénéfices
MBA = Capitalisation de la MBA

L'Administration accorde donc une poids notable à la valeur patrimoniale, mais ce poids diminue avec l'importance de la taille de la société considérée.

## 2. Périmètre de l'entreprise personnelle dans le cadre de l'ISF

Dans le cadre d'une entreprise individuelle qui n'est pas érigée en société, il y a confusion, au premier abord, entre le patrimoine personnel et le patrimoine professionnel. Il est nécessaire de constituer un bilan *pro forma* pour que les biens professionnels puissent bénéficier de l'exonération de l'ISF.

L'entreprise individuelle est alors valorisée sur la base de ce bilan, dans les mêmes conditions que ci-dessus.

L'Administration française a toutefois fixé des dispositions visant à réduire les montants inscrits au bilan de l'entreprise individuelle.

Seul est pris en compte l'actif net qui représente la part de patrimoine individuel affecté à un moment donné à l'exploitation d'une activité professionnelle. Le patrimoine exonéré n'est plus que l'actif net diminué des dettes. Les liquidités disponibles et le bénéfice en sont exclus. Ils sont en effet considérés comme faisant partie du patrimoine personnel.

Par ailleurs, sont présumés non professionnels tous les biens qui ne sont pas nécessaires à l'exercice de la profession : terrains et immeubles loués à des tiers, titres de participation et de placements.

## V. Évaluer seulement une partie de l'entreprise

Lorsqu'une entreprise atteint une certaine dimension, il est possible que le problème de cession se limite à une partie seulement de cette entreprise ou encore que cette firme soit cédée « par appartements » à différents acquéreurs, dont chacun achète une part distincte et autonome. Cette cession partielle peut aussi revêtir la forme de l'apport d'un secteur ou branche d'activité de la firme à une autre entreprise.

Dans tous ces cas, il convient que l'évaluation s'effectue dans les mêmes conditions que celles qui auraient prévalu si la branche considérée avait été une entreprise autonome[1].

Il faudra donc établir des comptes *pro forma* de cette branche, analogues à ceux d'une société. Pour ce faire, un certain nombre de questions doivent être résolues. Les principales d'entre elles sont résumées ci-après :

- Au niveau du bilan, il faudra affecter à l'entité à céder la part qui la concerne de chacun des postes d'actif et de passif. Mais que faudra-t-il indiquer pour les rubriques qui ne peuvent être affectées à une activité déterminée, comme la trésorerie générale et les capitaux propres ?
  En ce qui concerne la trésorerie, tout dépendra de ce que le vendeur cède. L'activité vendue est-elle cédée avec un certain montant de disponibilités ou pas ? Et dans la première hypothèse, quel est le montant ?
  Quant aux fonds propres, ils correspondent, pour une activité donnée à l'intérieur d'une firme, au montant des capitaux investis par cette firme pour la bonne marche de cette activité. En comptabilité, ces capitaux se trouvent en général indiqués par le montant du compte de liaison existant entre cette branche et le siège de l'entreprise, dans le cadre d'une comptabilité décentralisée.

1. Dans les grands groupes, la cession d'une branche d'activité est souvent précédée d'une filialisation de ladite branche, de manière à mieux identifier ses atouts et son patrimoine propre. Dans un tel cas, l'évaluation ultérieure de la filiale ainsi constituée est réalisée selon les méthodes vues dans la 2[e] partie.

Si la firme est très petite, il n'y a pas évidemment de décentralisation et donc de compte de liaison. Il faut donc constituer patiemment, sous forme comptable, un bilan économique de l'activité. L'équilibre entre l'actif et le passif de l'activité, ainsi reconstitués, sera assuré par la contrepartie en fonds propres théoriques alloués à cette activité *de facto* (correspondant à un compte de liaison rebâti également *a posteriori*).

– Des problèmes identiques se posent à propos du compte de résultat, par exemple pour l'impôt sur les bénéfices. Là aussi, il convient d'établir un résultat de l'activité avant impôt et de lui appliquer le taux de fiscalisation adéquat, pour calculer cet impôt sur les années considérées.

Par exemple, en France, selon la taille de la branche cédée et de la composition du nouvel actionnariat, on pourra le cas échéant utiliser un taux de fiscalisation préférentiel attribué aux PME. On retrouve là l'incidence des facteurs propres à l'acquéreur, sur le prix possible de l'acquisition.

# VI. ÉVALUER DES DROITS DÉMEMBRÉS RELATIFS À L'ENTREPRISE

L'acquisition d'une entreprise confère un droit de propriété « complet ». De même, l'acquisition d'une action donne un droit sur les actifs et les résultats de la société, au prorata du nombre d'actions et un certain pouvoir de décision, matérialisé par un droit de vote aux assemblées des actionnaires.

Cependant, il est possible d'acquérir des droits incomplets, ou, à l'inverse, privilégiés :

– Droit de vote seul par l'intermédiaire d'un « certificat de droit de vote » ;
– Droit pécuniaire seul (cas des « actions de préférence » et des « certificats d'investissement ») auquel aucun droit de vote n'est attaché ;
– Droit d'option sur tout ou partie du capital de l'entreprise ;
– Droit de vote double attaché à certaines actions.

## 1. Valeur respective du droit de vote et du droit pécuniaire

Une mesure du droit de vote et du droit pécuniaire est relativement facile à lire dans le cas de sociétés présentant les trois catégories de titres suivants :

– Actions normales
– Certificat de droit de vote
– Action ou certificat sans droit de vote

À partir de là, on peut écrire la formule suivante :

| |
|---|
| Action = Certificat de Droit de vote + Certificat d'investissement |

Si elle est possible, la réunion des deux dernières catégories redonne une action complète.

En prenant l'exemple de BOUYGUES dont l'actionnariat comporte ces trois titres et est un des rares cas où une triple cotation est assurée, on voit que, sur le mois de janvier 2006, les valeurs respectives de chaque catégorie ont été les suivantes (source : Boursorama) :

(en euros)

| | Plus Haut | | Plus Bas | | Moyenne mobile sur 50 j au 1er février 2006 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| – Action | 45,4 | 100% | 40,7 | 100% | 42,1 | 100% |
| – Certificat de droit de vote | 5,2 | 11 % | 4,6 | 11% | 3,4 | 8% |
| – Certificat d'investissement | 42,0 | 93% | 36,1 | 89% | 38,0 | 90% |
| TOTAL CDV + CI | 47,2 | 104% | 40,7 | 100% | 41,4 | 98% |

Le pourcentage indique la valeur relative vis-à-vis de l'action « complète ». On voit que la réunion de la valeur du certificat de droit de vote (CDV) avec celle du certificat d'investissement (CI) donne des chiffres voisins du prix de l'action complète.

Mais les valeurs ci-dessus ne sont données qu'à titre d'illustration qu'on ne peut généraliser. En effet, différents facteurs peuvent intervenir et modifier les prix respectifs, comme on le verra ci-dessous.

## 2. Évaluer le droit pécuniaire seul

À la Bourse de Paris, les titres ayant une nature actionnariale, mais ne comportant pas de droit de vote, relèvent de plusieurs catégories :

- les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADP) qui reçoivent un complément de rémunération par rapport aux actions ordinaires (il existe aussi des actions à dividende prioritaire avec droit de vote) ;
- les certificats d'investissement (CI) dont la rémunération est identique à celle de l'action ordinaire.

L'actionnaire ne vote pas aux assemblées, mais bénéficie du dividende et du droit de propriété sur les fonds propres, comme un actionnaire normal, sauf modalités particulières.

D'après une étude réalisée en 1988[1], la décote moyenne de ces titres avait été de fin 1986 à septembre 1988, selon les périodes :

1. M. LOMBARD, J.-B. BELLON et L. JACQUIER LAFORGE : « L'évaluation du droit de vote et la décote des certificats d'investissement et des actions à dividendes prioritaires » – *Revue d'Analyse financière* n° 75 – 4e trimestre 1988.

- de 18 à 35% pour les actions à dividende prioritaire sans droit de vote ;
- de 28 à 45% pour les certificats d'investissement[1].

D'autres études montrent que la décote varie en fonction des sociétés concernées et peut atteindre plus de 50% pour certaines d'entre elles, alors qu'elle ne représente que 25% pour d'autres.

## 3. Évaluer le droit de vote seul

La décote appliquée aux droits pécuniaires seuls devrait représenter en théorie la valeur du droit de vote.

Dans la pratique, ce calcul de valeur par défaut n'est pas correct. Une part de la décote attachée aux droits pécuniaires est également due à la liquidité plus faible des titres en cause par rapport aux actions normales. En effet, le nombre des CDI et des CDV est restreint par rapport à celui des titres standard et décroissant du fait des réunifications qui s'opèrent peu à peu entre CDV et CI quand les deux catégories coexistent.

En pratique, dans la plupart des cas, l'addition du cours des CDV et des CI donne un montant un peu inférieur à celui de l'action normale.

De fait, dans le cas de BOUYGUES cité plus haut, on voit que la valeur du droit de vote additionnée à celle du droit pécuniaire est en moyenne inférieure de 2% à celle d'un titre normal (*cf.* la moyenne mobile sur 50 jours) même si, ponctuellement, l'addition des deux valeurs peut excéder la valeur globale du titre non démembré.

Par ailleurs, le cours d'un droit de vote peut augmenter fortement en cas de menace d'OPA. C'est du reste ce que montre l'exemple de BOUYGUES dont le CDV a présenté à certaines époques une volatilité bien supérieure à celle des deux autres types de titres.

## 4. Évaluer un droit d'option sur tout ou partie du capital d'une entreprise

Cette évaluation est extrêmement difficile à faire. En tout état de cause, un tel droit donnant seulement le « droit d'acheter » ne peut guère être évalué à plus de quelques pour cent de la valeur de l'entreprise, telle qu'estimée au moment de la vente de l'option.

Les options existent surtout dans le cadre de la Bourse où il existe des marchés spécialisés (MONEP à Paris). Cependant il arrive que, dans le cadre d'opérations de cession classiques d'entreprise (hors Bourse), des options soient mises en place (par exemple ouverture d'un droit à racheter une filiale vendue, sous certaines conditions).

1. Ce pourcentage est supérieur à celui trouvé pour BOUYGUES qui ne constitue qu'un cas parmi beaucoup d'autres. Cette faible décote sur le certificat BOUYGUES s'explique probablement par le fait que la réunion du CDV et du CDI pour reconstituer une action complète est relativement facile, ce qui n'est pas le cas pour d'autres sociétés.

L'évaluation dépend en fait de nombreux paramètres intrinsèques ou externes à l'entreprise sur laquelle porte l'option. Les principaux facteurs retenus sont  le délai de réalisation de l'option et, dans le cas d'options boursières, la différence entre le cours coté actuel du titre et la valeur d'achat attachée à l'option, la volatilité du titre de la société concernée et celle du secteur d'activité dans lequel se trouve la société en cause.

On ne poursuivra pas davantage l'étude des options boursières, lesquelles constituent un domaine qui s'éloigne de l'évaluation de l'entreprise proprement dite.

## Clés d'accès

### Chapitre 10 - Incidence des modalités de la transaction sur le prix final

*Les modalités de paiement peuvent modifier le prix final payé et l'évaluation doit donc éventuellement tenir compte de ces modalités à venir.*

#### I. - Nature du paiement

**1. En espèces**

- Transactions courantes
- Cas des Offres Publiques d'Achat (OPA)

**2. En titres (actions ou obligations)**

- Transactions courantes
- Cas des Offres Publiques d'Échange (OPE)

*Le chiffre de l'évaluation est en général plus élevé dans le premier cas (paiement en espèces). En effet le cédant doit payer immédiatement l'impôt sur la plus-value réalisée dans une vente contre « cash », ce qui ne se produit pas lors d'un paiement en titres.*

#### II. - Échéancement du paiement

**1. Échéancement pur**

☞ *Un paiement échelonné diminue en fait le prix de vente de l'entreprise.*

**2. Paiement sous condition**

#### III. - Garantie d'actif et de passif

☞ *Un dépassement dans les dettes affichées fait baisser le prix final payé.*

**1. Étendue**

**2. Durée**

#### IV. - Garantie de résultat

#### V. - Maintien d'une certaine présence du vendeur

**1. Maintien en tant qu'actionnaire minoritaire**
**2. Maintien en tant que salarié**

Chapitre

# 10 INCIDENCE DES MODALITÉS DE LA TRANSACTION SUR LE PRIX FINAL

Les modalités du règlement final de la transaction et en particulier celles du paiement ont une influence sur le prix final. En effet, ces modalités peuvent être partie intégrante de l'estimation elle-même, dans la mesure où elles constituent un « plus » pour l'une des parties et donc un « moins » pour l'autre.

En termes de flux financiers, le fait, par exemple, de payer une partie du prix convenu après un certain délai, diminue la valorisation de l'entreprise en cause, compte tenu des calculs d'actualisation présentés précédemment.

## I. NATURE DU PAIEMENT

### 1. En espèces

#### *A. Transactions courantes*

Dans beaucoup de transactions, le règlement se fait en espèces et n'appelle pas de commentaire particulier.

#### *B. Cas des Offres Publiques d'Achat (OPA)*

Il en est de même lors d'une offre publique d'achat classique. Toutefois, cette offre peut s'accompagner de certaines modalités de paiement qui conditionnent le prix exact payé à l'actionnaire qui apporte ses titres.

### 2. En titres (actions ou obligations)

#### *A. Transactions courantes*

Le paiement d'une société en titres représentatifs d'une autre société peut se faire, en gros, de deux manières : soit par remise d'obligations, soit par remise d'actions de la société acheteuse (dans ce dernier cas, on parle d'une Offre Publique d'Échange qu'on examinera plus loin).

Un paiement en obligations conduit à examiner la valeur intrinsèque de ces titres par rapport à un versement en cash.

Une obligation a une valeur nominale de remboursement (par exemple 200 euros). Vis-à-vis de ce nominal, quelle est sa vraie valeur ?

Il faut tenir compte :

- d'une part, de son rendement comparé à celui du marché. Cette valeur réelle sera reflétée dans un cours de Bourse, si l'obligation est introduite à la cote.
- d'autre part, de la qualité financière du signataire et de la prime de risque consécutive, relative à cette obligation.

$$\text{Valeur obligation} = \frac{(\text{Rendement de l'obligation} - \text{Prime de risque})}{\text{Rendement du marché}}$$

Soit une obligation émise à 6%, alors que le taux des emprunts sans risque est de 5,5%. Si cette obligation comporte elle-même une prime de risque que l'on peut évaluer à 1%, sa valeur ponctuelle s'établit ainsi :

$$\text{Valeur obligation} = \frac{(6{,}0\% - 1{,}0\%)}{5{,}5\%} = 90{,}9\% \text{ du nominal}$$

Ainsi, effectuer le paiement de la valeur de l'entreprise en obligations de ce type revient en fait à minorer l'évaluation de la firme de près de 10%.

### *B. Cas des Offres Publiques d'Échange (OPE)*

Dans le cas d'une Offre Publique d'Échange, il est proposé au(x) détenteur(s) d'une société A de recevoir en contrepartie de la participation dans cette société A, des actions de la société B qui se propose d'acquérir A.

Une telle opération conduit à une double évaluation, celle de la firme vendue et celle de la firme acquéreur. Les deux valeurs sont ensuite mises en regard. Toute surévaluation d'une des deux sociétés aboutit finalement à sous-évaluer l'autre, et vice versa.

À noter que le chiffre de l'évaluation de l'entreprise à céder est en général plus élevé dans le cas d'une OPA que dans celui d'une OPE. En effet, le cédant paie immédiatement l'impôt sur la plus-value réalisée dans une vente de titres contre « cash » ou contre ces titres de paiement que sont des obligations, alors qu'un simple échange d'actions n'entraîne normalement pas d'imposition.

## II. Échéancement du paiement

### 1. Échéancement pur

Un règlement échelonné aboutit de fait à une diminution du prix de vente. Comme on l'a vu en première partie, l'argent à venir vaut moins que l'argent présent.

Si le paiement n'est pas immédiat ou s'il est réalisé en plusieurs fois, un calcul actuariel donne le montant effectivement reçu et donc la valorisation réelle de l'entreprise à céder.

### 2. Paiement sous condition

Une partie du prix peut être payée au vendeur sous certaines conditions. Ces dernières peuvent être de nature fort diverses et ont en fait une incidence sur le prix final.

L'introduction de telles conditions revient en fait à dire que les parties ne sont pas sûres que le prix fixé et donc l'estimation réalisée soient correctes et à l'abri de toute erreur. Elles se donnent donc la possibilité de les modifier *a posteriori*.

La plupart du temps, ces conditions sont liées à des garanties d'actif et de passif ou de résultat à venir.

## III. Garantie d'actif et de passif

### 1. Étendue

Dans le cas d'une garantie d'actif et de passif (ou de situation nette), le vendeur garantit à l'acheteur que le montant des actifs et des dettes de l'entreprise est bien celui qui apparaît au bilan ayant servi de base à la transaction.

Si les dettes s'avèrent, par la suite, supérieures aux chiffres qui figuraient dans les constatations faites lors de la transaction, la différence est imputée sur le montant restant dû au vendeur (ou restituée à l'acheteur, si le paiement est déjà réalisé dans son intégralité).

Il en va de même si certains des actifs présentés se révélent sans valeur.
La garantie peut aussi être relative à l'assurance que certaines provisions pourront être reprises ou ne se transformeront pas en charges effectives.
Diverses modalités particulières peuvent même être fixées.

Ainsi, lors de l'OPA de TRAFALGAR sur DAVY, en 1991, il avait été prévu un règlement de 100 pence pour chaque action DAVY apportée, moitié comptant, moitié dans le délai d'un an. Le deuxième versement était à effectuer sous réserve du succès d'une réclamation en cours relative à un grand chantier difficile de DAVY (plate-forme d'Emeralda en Mer du Nord). Le deuxième montant de 50 pence ne fut jamais payé. Le prix final de DAVY fut donc réduit de 50% par rapport à la valeur initiale.

### 2. Durée

Bien entendu, la durée de la mise en jeu de la garantie est limitée dans le temps. Ce terme est en général de deux à trois ans. Au-delà, et indépendamment des aspects fiscaux, l'ancienne gestion du vendeur ne peut plus guère être mise en cause, sauf cas exceptionnel. L'action du nouveau propriétaire est en effet devenue prépondérante, dans tous les domaines.

Un cas particulier est celui où, à l'issue de la transaction, le management existant reste actionnaire partiel et n'est pas remplacé. Dans un tel scénario, le délai de mise en jeu de la garantie peut être un peu plus long et aligné, par exemple, sur celui des prescriptions en matière fiscale.

Bien entendu, en cas de garantie de passif, les problèmes fiscaux eux-mêmes sont, en général, soumis dans ce cadre, aux délais légaux de prescription existant en la matière. L'acquéreur souhaite en effet souvent introduire une clause qui le protège contre toute notification ultérieure portant sur les années qui précèdent la cession des titres. Autrement dit, les conséquences des contentieux fiscaux relatifs à des années anciennes non prescrites, afférentes à l'ancienne gestion, incombent à celle-ci.

À l'inverse, en cas de notification du fisc survenant après la transaction et de mise en jeu par l'acquéreur de la responsabilité du vendeur, ce dernier aura souvent tendance à alléguer que le nouveau propriétaire a mal défendu le dossier auprès de l'Administration. En absence de précision dans la garantie sur la capacité du vendeur d'agir lui-même pour défendre l'entreprise face à l'Administration, le nouveau détenteur peut céder facilement sur des points pour lesquels il compte être indemnisé par le vendeur et limiter sa défense aux exercices qui relèvent de sa gestion.

Aussi, la mise en œuvre de la garantie sur cette question, comme d'ailleurs sur les autres points, n'est pas toujours évidente, sauf si une clause de « remboursement à première demande » avait été intégrée ou si des sommes restent dues au cédant (cas d'un paiement échelonné).

## IV. Garantie de résultat

Le vendeur peut aussi garantir que le résultat des tout prochains exercices, postérieurs à la cession, atteindra un certain montant.

Si ce montant n'est pas atteint, le prix de vente sera diminué de ce résultat multiplié par un coefficient approprié afin d'obtenir la rentabilité souhaitée pour le capital investi par l'acheteur.

Naturellement, la mise en œuvre d'une telle clause peut prêter à beaucoup de problèmes de mise en œuvre.

En effet, l'acquéreur peut être tenté de minorer les résultats en cause, pour faire jouer une telle clause en sa faveur. Il sera d'autant plus incité à procéder ainsi, que le vendeur n'a plus les moyens de s'assurer de la fiabilité des chiffres affichés (sauf cas de complicité interne d'un employé vis-à-vis de son ancien employeur).

## V. Maintien d'une certaine présence du vendeur

### 1. Maintien en tant qu'actionnaire minoritaire

Le fait de conserver l'ancien propriétaire comme actionnaire minoritaire permet en fait de ne pas acquérir la société à 100% et donc pour la totalité de son prix. Cette

modalité, en général temporaire[1], constitue dans une certaine mesure, une réduction de ce prix, dans le sens où l'effort d'investissement est diminué. Ceci entraîne un coût moindre de l'entreprise, pour des avantages souvent identiques à une détention à 100%.

Par ailleurs, le fait de continuer à impliquer le propriétaire précédent dans les résultats peut être un atout supplémentaire, particulièrement dans les entreprises de services ou de conseil. En effet, dans ce type d'entreprises, les relations que les dirigeants peuvent avoir nouées avec les clients sont souvent le gage de la pérennité du courant d'affaires associé.

Le maintien de l'ancien détenteur de la firme peut être motivé par deux autres raisons :

- Soit l'ancien propriétaire reste pour participer aux résultats positifs de l'entreprise mais aussi, comme indiqué, réduire le poids de l'investissement pour l'acquéreur.
- Soit il demeure un peu comme otage ou garant, pour supporter au même titre que l'acheteur les aléas éventuels auxquels la firme se trouverait confrontée.

## 2. Maintien en tant que salarié

Le maintien de l'ancien propriétaire ou d'un membre de sa famille à des fonctions rémunérées dans l'entreprise a une incidence sur la valorisation de celle-ci.

Si ces personnes continuent à être salariées, il faut savoir si les conditions qui leur sont consenties sont supérieures à la valeur de leurs futures prestations ou, au contraire, correspondent aux services que l'on est en droit d'en attendre.

S'il s'agit désormais de « salaires de complaisance », il faut essayer de chiffrer l'avantage futur consenti aux intéréssés et donc, *in fine*, au vendeur, et le déduire de l'évaluation faite par ailleurs.

Ainsi, on citera le cas d'un ancien dirigeant maintenu pour cinq ans par contrat et dont l'âge assez avancé fait qu'il n'est guère possible d'attendre de lui l'équivalent de 60 000 euros de prestations, montant de son salaire, même s'il rend certains services. Ce chiffre de 60 000 euros doit, par ailleurs, être majoré des charges sociales. Au total, l'acquéreur estime que le surcoût occasionné est de 50 000 euros par an, soit 250 000 euros sur cinq ans.

Dans la transaction, on diminuera donc le prix de l'entreprise du montant actualisé des 250 000 euros. Il faut en effet tenir compte du fait que le paiement de ces appointements est étalé sur 5 ans.

1. Dans la plupart des transactions qui comportent un maintien de l'ancien propriétaire dans l'actionnariat, il est prévu un rachat à terme de ses parts, au travers de clauses souvent appelées « *put & call* » (promesse croisée d'achat et de vente).

Comme le salaire en cause risque d'être majoré avec l'inflation (en supposant une évolution parallèle de l'un et l'autre) et qu'il n'y a pas, en principe, de prime de risque, la seule actualisation à faire est celle du taux d'intérêt, soit par exemple 2%.

Les versements seront donc[1] :

| | | | Milliers d'euros |
|---|---|---|---|
| Année A | 50 | / 1,01 = | 49,50 |
| Année A + 1 | 49,50 | / 1,02 = | 48,53 |
| Année A + 2 | 48,53 | / 1,02 = | 47,58 |
| Année A + 3 | 47,58 | / 1,02 = | 46,65 |
| Année A + 4 | 46,65 | / 1,02 = | 45,73 |
| TOTAL | | | 238,01 |

La valeur de l'entreprise sera donc à minorer de 238 milliers d'euros.

On pourrait aussi tenir compte d'un éventuel décès de l'intéressé avant le terme possible de son contrat s'il est âgé (cas de l'entrepreneur qui vend pour prendre une semi-retraite). Il faudrait alors introduire à cet effet une prime de risque cadrée sur des tables de mortalité. Le montant de 238 s'en trouverait encore diminué.

1. En supposant une transaction conclue au début de l'exercice en cours (janvier de l'année A).

## Clés d'accès

### Conclusion

**I. - Le prix d'évaluation d'une entreprise est relatif**

**1. Le grand nombre de méthodes d'évaluation indique bien qu'aucune d'entre elles n'est parfaite**

**2. La valeur d'une entreprise ne peut être calculée de façon totalement rigoureuse**

**II. - Ce prix d'évaluation est important pour l'avenir de l'entreprise**

**1. Le prix d'évaluation retenu pèse ensuite sur l'acquéreur et détermine la rentabilité à venir de son investissement**

**2. En général, les acquisitions réussies ont été réalisées à un prix modéré**

# CONCLUSION

## Le prix d'évaluation d'une entreprise est relatif

### ➜ Le grand nombre de méthodes d'évaluation indique bien qu'aucune d'entre elles n'est parfaite

La présente étude a permis de passer en revue un grand nombre de méthodes d'évaluation, mais leur quantité même montre que la méthode miracle, qui rallierait tous les suffrages, n'existe pas.

Se référer au passé comme on le faisait jadis ou essayer de prévoir, selon la pratique d'aujourd'hui, ne donne aucune certitude. Un progrès certain a été réalisé sur le plan de la démarche intellectuelle, mais l'exactitude n'est pas au rendez-vous.

### ➜ La valeur d'une entreprise ne peut être calculée de façon totalement rigoureuse

Déterminer la valeur d'une entreprise reste donc un travail quelque peu empirique et seul l'avenir justifie ou infirme le prix d'évaluation, *a posteriori*.

Le plus grand marché de transactions sur les entreprises, à savoir les Bourses mondiales, n'existe d'ailleurs en partie que parce que le consensus sur la valeur d'une firme ne se réalise pas. En effet, les Bourses de valeur ont besoin, pour vivre, d'un désaccord permanent entre les intervenants, afin que certains se rangent parmi les acheteurs (pour lesquels l'entreprise vaut ou vaudra plus que le prix qu'ils paient) alors que les autres se situent au rang des vendeurs (pour lesquels l'entreprise vaut ou vaudra moins que sa capitalisation boursière actuelle). Si un accord parfait était réalisé, il n'y aurait plus de transactions autres que celles nées de besoins de liquidités immédiats satisfaits par un achat ou une vente, hors de tout esprit spéculatif.

## Ce prix d'évaluation est important pour l'avenir de l'entreprise

### ➜ Le prix d'évaluation retenu pèse ensuite sur l'acquéreur et détermine la rentabilité à venir de son investissement

L'acquéreur juge son acquisition sur le prix qu'il a payé. En effet, la rentabilité obtenue est directement liée au montant de l'investissement réalisé. Il sera plus difficile de rentabiliser une firme acquise à une valeur très élevée. L'envolée actuelle des transactions, emmenées pour beaucoup d'entre elles par les sociétés de capital investissement,

n'est pas sans rappeler le phénomène que l'on avait pu constater à la fin des années 1980 ou, dans le secteur des nouvelles technologies, à la fin des années 1990. Même si les circonstances sont différentes, une correction des valeurs d'acquisition est donc envisageable à terme.

De plus, au niveau d'un groupe, l'acquisition d'une filiale au prix fort a pour effet d'amener l'inscription d'un écart d'acquisition dans les comptes consolidés, écart qu'il faudra ensuite amortir ou déprécier selon les normes applicables. Cet amortissement ou cette dépréciation grèvera d'autant le résultat net comptable du groupe.

### ➜ En général, les acquisitions réussies ont été réalisées à un prix modéré

Pour l'avenir de l'entreprise cible, il est souhaitable que l'acquisition soit réalisée à un prix raisonnable. En effet, l'acquéreur accepte d'investir à nouveau dans cette entreprise si cela s'avère nécessaire, lorsque son investissement précédent lui a donné une bonne rentabilité et n'a pas, par ailleurs, asséché toutes ses disponibilités. Il n'en va pas de même dans le cas d'une entreprise achetée trop cher.

Le point de vue du vendeur est évidemment complétement différent. Mais certains diront que celui qui sort de l'entreprise n'est peut-être pas, au plan de l'économie générale, l'agent à favoriser. En effet, il ne mise plus sur l'avenir mais tire parti seulement du passé.

Sans porter de jugement moral, l'objectif de l'évaluation reste celui de la mise en œuvre d'une transaction équitable qui, à la fois, respecte les acquis obtenus et n'obère pas le futur.

L'intérêt des formules généralement admises par le marché réside dans le fait que celles-ci visent à obtenir des évaluations raisonnables, à défaut d'être infaillibles.

# INDEX LEXICAL



L'analyse d'un bilan consiste à découper ce bilan en un certain nombre de « pavés » et à associer ceux-ci de différentes façons pour en tirer un diagnostic. On trouvera sur le tableau ci-après les associations les plus classiques et notamment :

- le Fonds de roulement (écart entre les besoins et les ressources à long terme) qui sert à mesurer la capacité de l'entreprise à financer ses besoins durables par des ressources qui le sont également (et qui sont donc sûres). Un excédent de ces ressources par rapport aux besoins est souhaitable.
- le Besoin en Fonds de Roulement (écart entre les emplois et les ressources à court terme liés à l'exploitation) qui exprime les besoins de trésorerie nés de l'activité de l'entreprise.

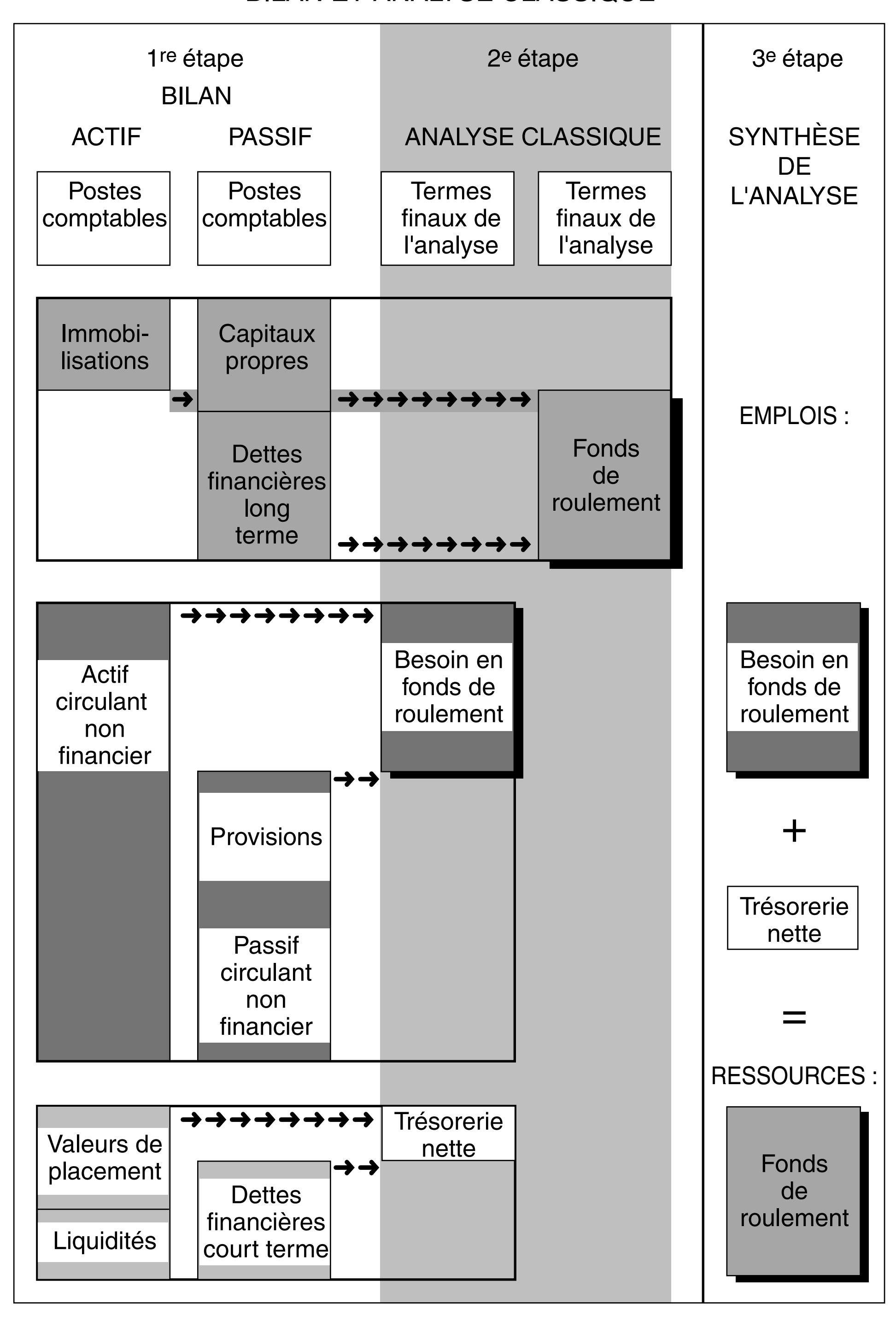


Ce mode d'analyse, beaucoup plus récent, consiste à examiner les besoins de financement de l'exploitation (« capitaux engagés opérationnels ») et ceux des activités qui ne sont pas liées à cette exploitation (« capitaux engagés patrimoniaux »).

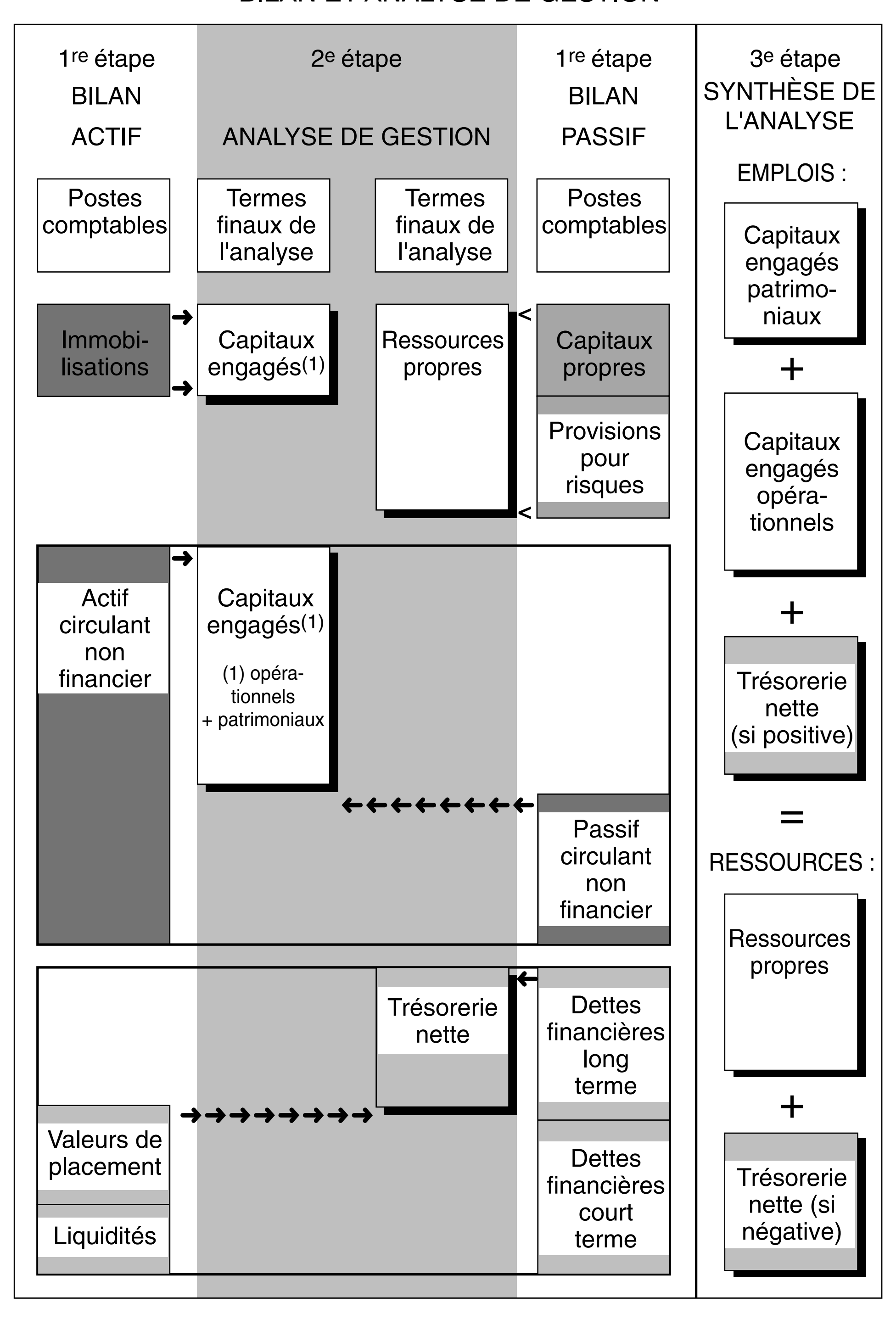
Sont placées en contrepartie les « ressources propres » (capitaux propres + provisions pour risques) et la trésorerie (disponible -) dettes financières), laquelle peut être une ressource si les dettes financières excèdent le disponible. Dans le cas inverse, la trésorerie constitue un emploi.

Ces quatre pavés du bilan de gestion et leur évolution sur plusieurs années, sont extrêmement éclairants.

BILAN ET ANALYSE CLASSIQUE



BILAN ET ANALYSE DE GESTION



L'attestation d'équité est la conclusion d'un rapport d'évaluation normé établi par un expert professionnel indépendant mandaté par la société objet de l'évaluation dans le cadre d'opérations de rapprochement et notamment celles visées par l'AMF. L'attestation d'équité doit avoir pour objet d'éclairer le conseil d'administration de la société visée, ses actionnaires et des tiers (dont le collège de l'AMF) dans le cadre de la procédure de recevabilité d'une offre réglementée telle qu'une OPR (Offre Publique de Retrait de la cote).



L'audit est la mise en œuvre d'un examen complet d'une entité. Cet examen critique mais objectif est fait de façon ponctuelle et non en continu (à la différence du contrôle de gestion).

Il concerne en général une entreprise ou une partie de celle-ci. L'audit ne se fait pas que sur pièces, mais aussi par entretiens avec les responsables (le terme audit est le substantif du verbe auditer, synonyme, sous sa forme latine, d'écouter).

À l'origine, l'audit portait uniquement sur la comptabilité. Il concerne maintenant la plupart des aspects de la vie de l'entreprise.



Le bilan social est un document légal établi en France, chaque année, pour les entreprises d'au moins 300 salariés.

Ce document reprend, en les comparant sur les trois dernières années, les principaux éléments statistiques relatifs au personnel de la firme et notamment : effectifs, tranches d'âge du personnel, tranches des rémunérations, entrées et départs, ancienneté, formation.

La capitalisation des intérêts consiste à incorporer dans une somme investie durant plusieurs années, les intérêts perçus sur une année, dans le capital productif d'intérêts de l'année suivante.

Ainsi, sur un capital de 100 placé à 5% pendant cinq ans, le résultat de cette capitalisation d'intérêts donnera les chiffres ci-dessous (hors actualisation) :

| Année | Capital productif d'intérêt | Intérêts | Cumul à fin d'année |
|---|---|---|---|
| A | 100,00 | | |
| A + 1 | 100,00 | 5,00 | 105,00 |
| A + 2 | 105,00 | 5,25 | 110,25 |
| A + 3 | 110,25 | 5,51 | 115,76 |
| A + 4 | 115,76 | 5,79 | 121,55 |
| A + 5 | 121,55 | 6,08 | 127,63 |

Si, à l'inverse, on suppose maintenant une rente perpétuelle qui donne un revenu annuel constant de 100 euros, quelle est la valeur en capital de cette rente ?

Cette valeur est fonction du taux de l'argent sur le marché financier. Si le taux d'intérêt sur le marché financier est de 8%, la valeur considérée s'élève à 1 250 euros (1 250 = (100 × 100/8).

Fait sous une autre forme, un calcul actuariel donne le même résultat. Une somme de 100 euros perçue indéfiniment vaut aujourd'hui :

$$\frac{100}{1{,}08} + \frac{100}{1{,}08^2} + \frac{100}{1{,}08^3} + \frac{100}{1{,}08^4} + \frac{100}{1{,}08^5} + \text{etc.} = 1\,250 \text{ euros}$$

Toutefois, on remarquera qu'en pratique :

1° - Il n'existe jamais de rente véritablement perpétuelle

2° - Il n'existe pas non plus de rente constante, du fait de l'inflation et des risques (*Cf*. chapitre 2).

Le calcul ci-dessus est donc purement théorique.

**Capital investissement (société de)** pp. 232 , 239, 263

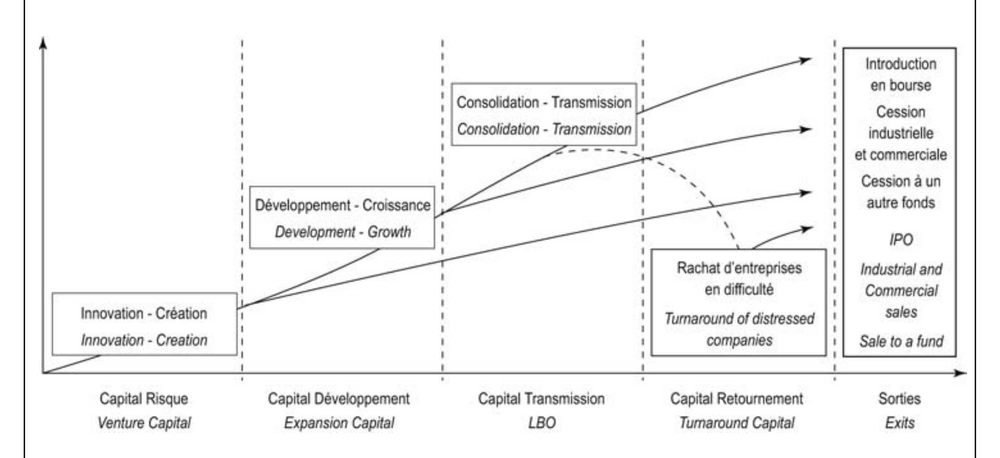
Activité d'investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres dans des entreprises, généralement non cotées, pour financer leur création, développement et leur transmission, avec, pour objectif principal, la réalisation de plus-values à long terme rémunérant le risque pris. Cette activité se distingue de celles des banque-industrie et banque d'affaires dont les objectifs sont principalement des retombées de prises de participation dans d'autres activités bancaires et de services financiers.

Les sociétés de capital investissement ont des caractéristiques d'investissement très variées dépendantes de la taille, du secteur d'activité, du stade de vie de l'entreprise, de la zone géographique, du type de financement.

Le premier critère est celui du stade de vie de développement de l'entreprise. Ces phases sont déclinées par la profession de la façon suivante :

- l'amorçage ;
- la création ;
- la phase en post-création ;
- le développement ;
- la transmission ou succession ;
- le rachat de position minoritaire.

**Capital investissement et cycle de vie de l'entreprise**
***Private equity and the company life cycle***




source : www.afic.asso.fr

Les avantages affichés par les sociétés de capital investissement sont :

- de subvenir aux besoins en fonds propres des entreprises non cotées en Bourse ;

- de financer la croissance des entreprises à travers une stratégie clairement définie ;

- de préparer les relais de croissance interne ou externe à moyen et long terme ;

- d'orienter intelligemment les fonds des institutions financières vers les entreprises.

Le capital investisseur n'a pas pour vocation à rester éternellement investi dans l'entreprise ; son intervention reste ponctuelle et limitée dans le temps. La sortie peut se faire par :

► la réduction ou l'amortissement du capital ;

► le rachat des titres par les associés initiaux à un prix convenu ;

► la revente des titres à un groupe industriel ou financier ;

► la revente à une autre structure de capital investissement ;

► l'introduction en Bourse.



Entreprise recherchée par un acquéreur potentiel, en vue d'une acquisition ou prise de participation

La cible peut être seulement un portrait robot de la firme idéale à acquérir par cet acheteur. Il reste à la trouver. Elle peut être aussi identifiée dès le début de la démarche de cet acquéreur.

Il s'agit d'un ordre en Bourse accompagné d'une instruction relative au prix consenti pour la transaction à venir. Le cours limite est un cours d'achat ou de vente fixé à un prix maximum (dans le cas d'un achat) ou minimum (dans l'hypothèse d'une vente).

Par exemple, on dira : Acheter 100 actions SCHNEIDER à 75 euros maximum
Vendre 100 actions SCHNEIDER à 75 euros minimum

Dans le cas de la vente, si le marché ne présente pas un cours au moins égal à 75 euros, la vente n'a pas lieu. A l'inverse l'achat n'a pas lieu si le cours dépasse 75 euros.

Sur le plan de l'évaluation, ce type d'ordre est intéressant. En effet, il montre bien que la valeur attribuée à une entreprise, à un moment donné, ne correspond pas à une valeur « en soi ». En effet, le vendeur estime que le cours va baisser et qu'il faut donc vendre maintenant (la société est donc actuellement surestimée). Mais il fixe une limite : autrement dit, il veut vendre à un prix supérieur à celui de la valeur réelle de la firme. Le raisonnement inverse est fait par l'acheteur. La valeur d'une société est donc toute relative et fonction du point de vue des acteurs en cause.



La notion de coût historique concerne la valeur attribuée à un bien en comptabilité. Il s'agit de l'inscription d'une valeur, pour ce bien, égale à son prix de revient déterminé dans la monnaie du moment de l'acquisition.

Cette notion s'oppose à toute autre valorisation, par exemple au prix du marché ou en tenant compte d'une réévaluation.

**Déflater** p. 44

Déflater un montant consiste à annuler l'incidence de l'inflation à son égard, pour le rendre comparable à une somme concernant une autre époque (souvent un montant relatif au moment présent).

Par exemple, si on veut comparer 1 million de 1998, avec 1 million de 2006, on prendra une table de taux d'inflation éditée par l'INSEE et on s'apercevra que l'euro de 1998 valait 1,14 euro 2006. On « déflatera » les termes, en disant :

1 million 1998 = 1 × 1,14 = 1,14 million 2006
ou (ce qui revient au même) :
1 million 2006 = 1/1,14 = 0,876 million 1998



**Fair Value** pp. 79, 80

Le terme français correspondant est la « juste valeur ».

Cette expression désigne la valeur économique d'un bien (par exemple sa valeur de marché), par opposition à sa valeur au coût historique.

Cette technique permet de racheter une entreprise avec un apport limité en fonds propres : la mise de départ est complétée par une forte proportion d'endettement utilisé comme effet de levier, dont le remboursement sera généré par l'activité de l'entreprise et l'augmentation des dividendes



La minorité de blocage correspond à la règle suivante : dans une société, celui qui détient un tiers des actions plus une a le pouvoir de s'opposer à ce qu'une décision prise en assemblée générale extraordinaire des actionnaires (donc relative à un point important pour l'avenir de la société), soit prise contre son gré.



Un modèle économique est une formule mathématique qui présente un ensemble lui-même de nature économique, sous forme d'un schéma assemblant différents termes ou paramètres. On introduit des montants chiffrés dans les termes de cette formule. En faisant varier les chiffres en fonction de différents scénarios, on obtient diverses images valorisées relatives à cet ensemble.

Par exemple, de façon très sommaire, la valeur d'une entreprise peut être rendue sous la forme du « modèle » (vraiment très sommaire) suivant :

Valeur d'entreprise = n × Dernier Bénéfice net

Si l'on dit que n = 12 et que le bénéfice est connu, on peut calculer la valeur de l'entreprise.

Les modèles sont évidemment, en général, beaucoup plus complexes et ceux concernant l'évaluation sont détaillés dans cet ouvrage.



Pacte au terme duquel les principaux actionnaires d'une société se mettent d'accord sur les modalités relatives aux cessions de parts en cas d'augmentation de capital, retrait de l'un des actionnaires, introduction d'un tiers, etc.

***Pro forma*** p. 248

Se dit d'un bilan ou d'un compte de résultat établis parallèlement à la comptabilité officielle d'une entreprise, pour présenter, selon les mêmes méthodes, les comptes d'une partie de cette entreprise. Les comptes *pro forma* peuvent être aussi les comptes officiels réaménagés pour intégrer de façon anticipée tel ou tel évènement (par exemple, comptes *pro forma* fusionnés à la fin de A – 1 de deux sociétés qui, en fait, feront l'objet d'une fusion seulement dans l'année A).



**Report fiscal déficitaire** p. 177

Le report fiscal déficitaire correspond à l'assiette de l'impôt négatif afférent à un déficit.

Il ne doit pas être confondu avec une autre notion, celle de l'« impôt différé ». L'impôt différé est la charge d'impôt qui n'est pas à payer dans l'immédiat, par suite de dispositions fiscales favorables (par exemple, en France, les amortissements accélérés sont comptabilisés dans les comptes fiscaux mais pas dans les comptes sociaux ; la charge fiscale correspondant à la différence doit apparaître en impôt différé).

Les impôts différés sont à provisionner dans le bilan, alors que le report fiscal déficitaire n'apparaît pas dans la comptabilité.

# SITES INTERNET

## ➜Transactions et évaluations

TRANSCAPITAL

**http://www.transcapital.fr**

Transactions relatives aux entreprises de l'industrie alimentaire en France et à l'étranger (notamment en Italie).

Langue : français / anglais / italien

M&A MARKETPLACE

**http://www.mergernetwork.com**

Informations sur les fusions et acquisitions dans le monde entier (États-Unis et autres pays).
Classement selon différents critères : localité, profession, chiffre d'affaires.
D'autres informations concernent les acheteurs et intermédiaires.

Langue : anglais

FUSACQ

**http://www.fusacq.com**

Ce site diffuse des annonces de cession d'entreprises souvent de petite taille.

CRA

**www.cra.asso.fr.**

Site d'une association pour la transmission d'entreprise.

## ➜Informations sur les entreprises

BOURSORAMA ou FININFO

**http://www.boursorama.com**
ou
**http://www.fininfo.fr**

Informations boursières financières sur les sociétés cotées.

Langue : français

Tarif : gratuit

SOCIETE ALTARES

**http://www.altares.fr**

Toutes les informations légales et financières sur plus de 6 millions d'entreprises françaises (base BIL) et sur une multitude d'entreprises étrangères (base DUN & BRADSTREET).

Langue : français

Tarif : abonnement

KOMPASS

**http://www.kompass.fr**

Données financières relatives aux entreprises.

Langue : français

Tarif : abonnement

INPI (Institut National de la Propriété Industrielle)

**http://www.inpi.fr**

Nouvel accès au Registre du Commerce par CD ROM.

Vérification sur le CD ROM de l'immatriculation de l'entreprise puis accès au protocole Internet.

Langue : français

Informations sur les inscriptions au registre du commerce ou aux dépôts obligatoires des comptes annuels des sociétés auprès des greffes des tribunaux de commerce.

http://www.infogreffe.fr

http://alpha.amitel.fr

Langue : français

BNOA_NET

**http://www.bnoa.net**

Transactions de fonds de commerce et d'entreprises artisanales

Langue : français

LES ECHOS

**http://www.lesechos.fr**

Une recherche par thème des informations du grand quotidien économique est proposée.

Langue : français

## ➜ Chemins d'accès

De nouveaux sites relatifs aux évaluations et acquisitions d'entreprises ouvrent fréquemment.

Utilisez les principaux moteurs de recherche (YAHOO! GOOGLE, MSN…) en saisissant les mots clés qui orientent votre recherche afin d'atteindre le site voulu ou l'information nécessaire.



N° d’éditeur : 3467 – Dépôt légal : Mars 2007